Emilio Ontiveros
David Cano *(Dirs.)*

El ahorrador inteligente



La guía imprescindible para gestionar tu dinero y entender los principales productos de ahorro e inversión


Afi


ESPASA

Índice


UNIVERSIDAD DE
MILLONARIOS
VIRTUAL

PRÓLOGO

El saber no ocupa lugar, pero cuando se trata de nuestras finanzas personales, habría que dejar un hueco suficiente, y cuanto más grande sea, mejor. Como en otros ámbitos de la vida, nuestra libertad de actuación depende de la capacidad para aumentar el conocimiento. Porque entender es la condición necesaria para decidir adecuadamente. Este libro trata de aportar las piezas básicas para gestionar el ahorro de las personas y, en su caso, de quienes dependen de ellas.

La crisis financiera que desencadenó la más amplia y duradera crisis económica, aún vigente, ha revelado limitaciones y anomalías importantes en el funcionamiento de los mercados financieros, en la gestión que se ha hecho de ellos y en el conocimiento de los instrumentos que son objeto de contratación en dichos mercados. Esas limitaciones han afectado de forma importante a los ahorradores, a los inversores particulares. En no pocos casos muchos inversores han revelado un insuficiente dominio de aspectos básicos de las finanzas.

Este libro va dirigido a paliar estas últimas limitaciones. Su justificación no se ampara únicamente en el hecho de que en el desencadenamiento de la crisis se hallaran productos y servicios financieros más o menos complejos, o porque su gestión y comercialización se hiciera de forma imprudente y, en ocasiones, violando normas o principios básicos. Además, el conocimiento de estos productos y servicios no ha sido el adecuado, y no solo por parte de los inversores o clientes de las entidades financieras, sino también por los supervisores, e incluso por los propios profesionales de esas entidades.

Y es que a lo largo de las tres últimas décadas ha tenido lugar una marcada divergencia entre el desarrollo de las finanzas como disciplina académica y como actividad profesional. El ritmo de innovación, de generación de nuevos productos y servicios financieros y de técnicas de gestión ha crecido a un ritmo ciertamente intenso. De hecho, un ritmo muy superior a la capacidad de asimilación por parte de los clientes de las entidades financieras, a quienes, en última instancia, iban dirigidos. Esta oferta de posibilidades de financiación e inversión ha sido particularmente significativa en las economías anglosajonas, cuyos sistemas financieros están basados mayoritariamente en la actividad de los mercados financieros, y en mayor medida que en las de la Europa continental o Japón, donde los intermediarios bancarios ejercen un mayor dominio.

Las finanzas, sus instituciones enmarcadas en los sistemas financieros, son esenciales para el correcto funcionamiento de cualquier economía. La diversidad de instrumentos y de técnicas disponibles es fundamental para su adecuación a las necesidades de inversores y empresas. El nacimiento y desarrollo empresarial es difícil sin una oferta amplia y versátil de posibilidades de financiación, es decir, de inversión para los ahorradores.

La extensión de las tecnologías de la información y de la comunicación (TIC) y su estrecha conexión con las finanzas han contribuido a ampliar las posibilidades de innovación y de gestión, y también exigen nuevas habilidades a la hora de completar la alfabetización financiera con la digital. Para que las finanzas cumplan esta función

satisfactoriamente es esencial que los inversores (y no solo los que se dedican profesionalmente a ello) dispongan de un conocimiento cabal de los instrumentos y de sus posibilidades y limitaciones, y no solo para optimizar sus decisiones de ahorro e inversión, sino también para no caer en trampas y ejercer su verdadera soberanía como consumidores financieros. No creemos que la solución sea cercenar las posibilidades de innovación financiera —la afirmación, atribuida a Warren Buffet, de que la única innovación válida es el cajero automático es una simplificación—, sino que es necesario acompasarlas a su dominio por los reguladores y usuarios.

El objeto último de esta guía es contribuir a que las finanzas no engañen, es decir, a fortalecer la alfabetización financiera y verificar la calidad de los instrumentos y su adecuación tanto a la legalidad como a las preferencias y perfiles de los inversores con el fin de que no constituyan el origen de unas pérdidas de bienestar como las que ahora se están sufriendo —la arena en las ruedas. El objetivo es que el inversor individual pueda llevar a cabo una evaluación correcta de riesgos, rentabilidades y recompensas. Aun cuando algunos instrumentos, como los derivados financieros, sean considerados «armas de destrucción masiva», es de todo punto conveniente conocerlos para decidir libremente acerca de su utilización.

Esta es una obra colectiva, basada en las contribuciones de no pocos de los más de noventa profesionales que trabajan en Afi (Analistas Financieros Internacionales). En los veinticinco años de historia que tiene nuestra empresa, han sido numerosos los materiales creados y —aún más relevantes— las experiencias vividas. Nuestro socio David Cano, uno de los principales especialistas en mercados financieros, acreditado profesor y excelente comunicador, ha sido mucho más que el director de esta obra: ha redactado buena parte de sus capítulos y los ha revisado minuciosamente, atendiendo a su adecuación a los destinatarios no especializados. El papel desempeñado por Francisco J. Valero, catedrático de Economía Financiera de la Universidad Autónoma de Madrid (UAM) y socio de Afi desde su fundación, ha aportado asimismo una garantía de rigor. Deseamos que el empeño de todos los que han participado en este trabajo merezca no solo la atención de los lectores, sino que contribuya, en última instancia, a mejorar las decisiones de inversión de los ciudadanos.

EMILIO ONTIVEROS
Presidente de Afi y catedrático de Economía
de la Empresa de la UAM

1
PLANIFICACIÓN FINANCIERA

El ciclo patrimonial de una persona o de una unidad familiar se ve alterado por un número importante de factores. Si en épocas anteriores los acontecimientos imprevistos que podían afectar a la estabilidad y salud de la economía familiar (pérdida de empleo, jubilación, fallecimiento) eran menos probables o encontraban respuesta suficiente a través de las Administraciones Públicas, las actuales condiciones de vulnerabilidad requieren una mayor capacidad de previsión y de respuesta autónoma. En este sentido cobra especial relevancia una aproximación más integral de las finanzas personales, en las que la gestión y previsión del riesgo patrimonial, así como la fiscalidad y la planificación financiera, se suman a la ya clásica gestión de los activos financieros. No resulta casual que aquellos países con menor tradición en cuanto a sistemas de protección social muestren un mayor grado de conocimiento en la gestión de las finanzas personales.

El objetivo de este capítulo es enseñar de forma sencilla y práctica una metodología básica dirigida a que los inversores particulares puedan identificar cuáles son las necesidades financieras que se pueden presentar a lo largo de su «ciclo vital», definir los principios elementales que deben guiar sus decisiones y orientar sobre los medios y herramientas con los que cuentan para gestionar sus inversiones, bien por sí mismos, bien a través de un asesoramiento profesionalizado. Puede considerarse un punto de arranque, una aproximación básica que luego iremos desarrollando.

Esquema 1. La planificación financiera

Objetivo de la planificación financiera: Satisfacer las necesidades financieras actuales y futuras mediante la óptima utilización de los recursos actuales y futuros

Ventajas	Inconvenientes
• Superar la complejidad del entorno financiero y fiscal.	• Tendencia a aplazar la toma de decisiones sobre el futuro.
• Mejorar o, al menos, mantener el nivel de vida.	• Incapacidad para ahorrar.
• Reducir o eliminar incertidumbres.	• Aplicación del principio de exclusión: las situaciones inesperadas solo las sufren los demás.
• Reaccionar ante eventos patrimoniales inesperados.	• Tendencia a buscar rentabilidades a corto plazo: el inversor impaciente.
• Ajustar las decisiones de inversión a nuestro perfil de riesgo y a nuestros objetivos.	• Pensar que la planificación solo es aplicable a grandes patrimonios.

Fuente: elaboración propia.

¿Qué es la planificación financiera?

La planificación financiera es el conjunto de decisiones realizadas a lo largo de la vida (ciclo vital) de un individuo o de una familia con el objetivo de dar respuesta a sus necesidades financieras, tanto actuales como futuras. La planificación financiera es el desarrollo de un plan, más o menos exhaustivo, en el que se determinan los objetivos financieros del individuo y, en la medida de lo posible, los plazos, y en el que se seleccionan y ejecutan las mejores estrategias para alcanzarlos. De esta forma, el proceso de planificación financiera ayuda al individuo a controlar todos aquellos hechos relevantes y adversidades que se planteen y que puedan afectar de forma negativa a su patrimonio.

¿Cuál es el primer paso de la planificación financiera?

El primer paso de la planificación financiera es plantearnos cuáles son las necesidades financieras actuales y prever, en la medida de lo posible, el momento y la magnitud de las futuras. En concreto, el primer paso es responder, entre otras, a las siguientes cuestiones:

- ¿Dispongo de dinero suficiente para hacer frente a un imprevisto que pudiera surgirme mañana?
- ¿Estoy dispuesto a sacrificar mi nivel de vida actual para realizar una inversión a largo plazo?
- ¿Necesito comprarme un coche?
- ¿Necesito comprarme una casa?
- ¿Dispongo de dinero en caso de enfermedad?
- ¿Tengo dinero ahorrado para la educación de mis hijos?
- ¿Puedo jubilarme manteniendo mi actual nivel de vida?

La respuesta a muchas de estas cuestiones se traducirá en la definición de una serie de objetivos (comprar una casa, ahorrar para la jubilación, etc.) que nos llevarán inmediatamente a plantear nuevas preguntas de respuesta menos intuitiva que las primeras:

- ¿Qué cantidad de dinero necesito invertir para alcanzar el objetivo?
- ¿Qué rentabilidad debería obtener de esa inversión?
- ¿Qué riesgo puedo asumir para alcanzar dicha rentabilidad?
- ¿En qué momento necesitaré disponer del dinero?
- ¿Qué liquidez deben tener los productos en los que invierta?
- ¿Es el tratamiento fiscal el más ventajoso para el horizonte de inversión?

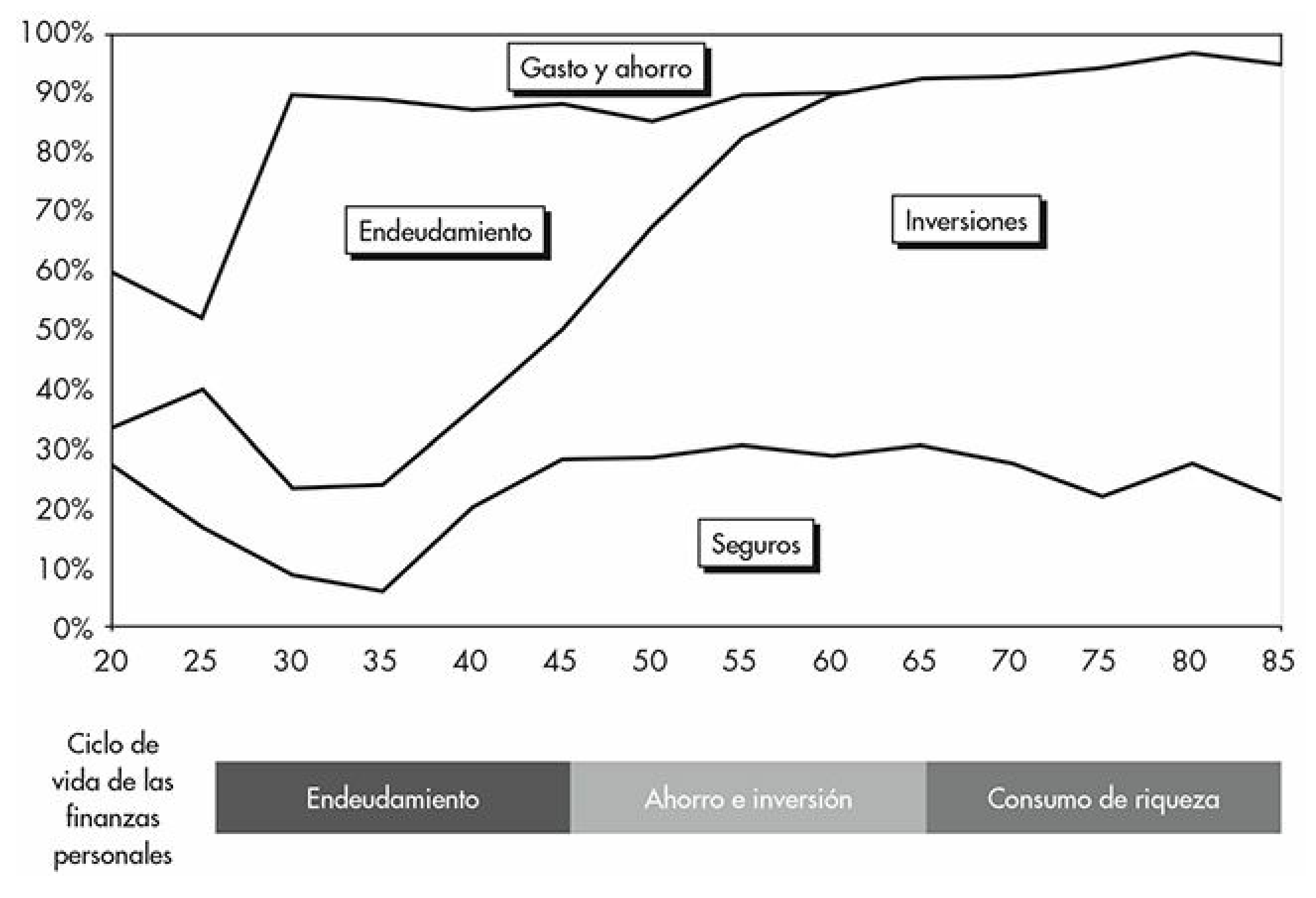
¿Qué tipo de necesidades financieras existen?

Para poder establecer una cartera de activos financieros que satisfagan las necesidades básicas primero es necesario determinarlas. Existe consenso en considerar cuatro tipos de necesidades básicas: las de consumo, las de inversión, las de previsión y las de protección.

¿Cuáles son las necesidades de consumo?

El consumo es una constante a lo largo del ciclo vital, pero va evolucionando con el tiempo. Cuando se es más joven existe una mayor propensión al consumo de un tipo de productos muy concretos, como la adquisición de un vehículo, o en servicios como el ocio, la ropa, los viajes, etc. Para satisfacer las necesidades de consumo, en ocasiones es recomendable recurrir a la financiación, es decir, a endeudarse. Por ejemplo, mediante la tarjeta de crédito, que es un medio de pago flexible, puesto que se pueden diferir los pagos hasta treinta días de forma gratuita y aplazarlos de la forma que mejor se adapte a nuestros presupuestos (consultando con la entidad de crédito que emita la tarjeta las condiciones de esta financiación). Además, con la tarjeta de crédito se pueden financiar los gastos de consumo sin necesidad de realizar trámites previos complejos. Eso sí, se suele soportar una comisión anual por mantenimiento, así como un mayor tipo de interés. Para la financiación de bienes de un mayor coste, como por ejemplo el coche, se deberá solicitar un préstamo. Aunque la propia financiera del establecimiento donde se adquiera el bien nos ofrezca una financiación que, a priori, pueda parecer atractiva, es aconsejable comparar entre distintas entidades para conseguir buenas condiciones económicas, sobre todo si domiciliamos la nómina.

Gráfico 1. Distribución del patrimonio de las familias



Fuente: elaboración propia.

¿Cuáles son las necesidades de inversión?

Uno de los principales componentes de la inversión es la adquisición de la primera vivienda, lo que, por ciclo de vida, suele realizarse entre los 27 y los 35 años de edad. Durante este período vital existe también una alta predisposición a realizar inversiones en mercados financieros. Sin embargo, las circunstancias personales y las necesidades concretas van a limitar las posibilidades de inversión. La regla general que se aconseja es que, aunque el miedo al riesgo sea mínimo, si el dinero está comprometido para alcanzar un objetivo a corto plazo (comprar una casa, un coche, aumentar la familia, etc.), se deben buscar fórmulas de inversión seguras y con escaso riesgo. Por el contrario, si somos personas muy conservadoras y el objetivo que nos hemos marcado es la jubilación, acumularemos capital como complemento de la pensión que nos quede llegado el momento. En este caso no sería aconsejable (por muy conservador que se sea) invertir todo el dinero en renta fija, ya que no se aprovecharían las posibilidades de alcanzar la rentabilidad más alta a largo plazo que ofrece la inversión en renta variable.

¿Qué son las necesidades de previsión?
En un contexto de cuestionamiento de los sistemas públicos de pensiones, si pretendemos que nuestro nivel de vida se mantenga en el momento de la jubilación, se debe pensar en los planes de pensiones como una alternativa de ahorro especialmente diseñada para ello. El interés por los planes de pensiones debería iniciarse a una edad lo suficientemente temprana como para que las aportaciones realizadas se capitalicen a lo largo del tiempo, y así lograr alcanzar nuestro objetivo en las mejores condiciones. Los planes de jubilación, los *unit linked*, los PPA, etc., son fórmulas de ahorro ideal para aquellas personas que quieren complementar su jubilación cuando finalice su periodo de actividad laboral.

¿Qué son las necesidades de protección?

La última de las cuatro tipologías de necesidades básicas que hemos identificado en el ciclo vital es la que cubre la protección frente al riesgo de sufrir eventos que puedan afectar gravemente el equilibrio patrimonial de las unidades familiares: el fallecimiento de un ser querido, el incendio de la vivienda, un accidente de tráfico, la pérdida del empleo, etc. Estos son sucesos que no debemos ignorar, por lo que es necesario conocer y aplicar los instrumentos que nos ayuden a afrontar, desde la vertiente económica, esa serie de contingencias: los seguros. A estos dedicamos un capítulo en esta guía.

¿Cuáles son las tipologías básicas de inversores?

Podemos determinar tres tipologías básicas de inversores: personas en fase de acumulación, personas en fase de consolidación y personas en fase de protección. Todas ellas mantienen una serie de características en cuanto a horizonte temporal, objetivo de la inversión, perfil de riesgo y productos recomendables.

Esquema 2. Mapa de productos recomendados a lo largo del ciclo vital

Productos financieros

Edad	16-24	25-40	41-65	>65
Inversión	Fondos de inversión Bolsa Renta fija	Seguros vida-ahorro Viviendas Fondos de inversión Bolsa Renta fija	Seguros vida-ahorro Viviendas Fondos de inversión Bolsa Renta fija	Fondos de inversión Renta fija
Protección	Autos Ocio	Vida Accidentes Vivienda Autos Ocio Salud	Vida Accidentes Vivienda Autos Ocio Salud	Ocio
Ahorro-previsión	Autos Ocio Ahorro	Vivienda Autos Ocio Educación-hijos Ahorros Pensiones-jubilación	Ocio Ahorro Autos Pensiones-jubilación	Vida Ahorro Ocio

Fuente: elaboración propia.

¿Cuáles son las características de las personas en fase de acumulación?
Es la fase del ciclo vital que se identifica, en términos generales, con el joven ahorrador. Las principales características de estas personas son las siguientes:

- Cuentan con un horizonte temporal muy largo.
- Tienen una buena parte de sus ingresos comprometidos a objetivos concretos, con partidas de gastos importantes: pagos de la vivienda, educación de los hijos, etc.
- La fiscalidad todavía no ha llegado a ser lo más importante, puesto que tienen recorrido salarial en sus puestos de trabajo.
- Poseen una cultura financiera amplia, pero no experiencia, por lo que pueden necesitar un asesoramiento personalizado.

La cartera de inversión que más se ajusta a este perfil de inversores es una cartera diversificada en la que el porcentaje de renta variable debe ser, a diferencia del resto de tipologías de inversores, superior frente a la renta fija y la liquidez. Además, dentro de la parte que se invierta en renta variable, el peso de los títulos debe centrarse en empresas denominadas «de valor» o *blue chips,* y por tres razones:

- Mantienen una volatilidad (es decir, un riesgo) inferior a la del resto, permitiendo que, ante necesidades de liquidez, las circunstancias adversas del mercado no menoscaben de forma importante el valor de la inversión realizada.
- Son valores que gozan de una gran liquidez, entendida como la facilidad para comprar y vender títulos.
- Permiten que los inversores se aprovechen de la prima de rentabilidad a largo plazo que ofrecen las inversiones en renta variable.
- Suelen pagar dividendos.

En cuanto a los instrumentos adecuados para canalizar dichas inversiones, teniendo en cuenta que estamos hablando de decisiones con un horizonte temporal a largo plazo, podría realizarse tanto a través de fondos como invirtiendo directamente en bolsa.

¿Cuáles son las características de las personas en fase de consolidación?

Es la fase del ciclo vital que se identifica, en términos generales, con las personas de mediana edad y con las siguientes características:

- Poseen unos ingresos altos derivados tanto de su trabajo como de los rendimientos generados por su patrimonio. Esto deriva en ahorro, cuya finalidad fundamental debe ser la jubilación.
- No tienen necesidad de disponer de los rendimientos de su cartera.
- Han modificado su tolerancia al riesgo, derivando hacia perfiles más moderados.
- Por su edad, su horizonte temporal continúa siendo largo.
- Comienzan a tener relevancia la fiscalidad de las inversiones, puesto que su tipo de tributación es alto.
- La protección de su patrimonio frente a la inflación comienza a ser uno de los objetivos de su inversión.

La estrategia de inversión de los individuos en fase de consolidación destaca por la inferior proporción de patrimonio destinada a inversiones en renta variable a diferencia de los individuos en fase de acumulación, aunque la menor necesidad de liquidez permita en ocasiones que el perfil de dichas inversiones tenga un carácter más arriesgado. En este sentido, la diversificación de la cartera en renta variable puede permitir la inclusión de valores o fondos de más alto riesgo: países emergentes, sectoriales o fondos que inviertan en empresas de mediana capitalización bursátil. El porcentaje de riesgo se debe ir reduciendo a medida que se van cumpliendo los objetivos y las expectativas de rentabilidad, consolidando de esta manera las ganancias patrimoniales registradas durante las dos fases ya descritas.

¿Cuáles son las características de las personas en fase de protección?
En esta fase se encuentran las personas que han llegado a su jubilación. El perfil inversor viene definido por una serie de características diferenciales:

- La cartera de inversión debe generar unos rendimientos mínimos que vienen definidos por la cantidad de ingresos que son necesarios para complementar la pensión de jubilación.
- Necesitan protegerse contra la inflación más que a otras edades, especialmente si el ingreso mínimo complementario que necesitan es muy alto.
- Su horizonte temporal es corto.
- Suelen ser personas de perfil conservador, con poca tolerancia a la pérdida de capital.
- La fiscalidad pasa a ser de nuevo un factor secundario, porque desciende el tipo marginal al reducirse los rendimientos del trabajo.

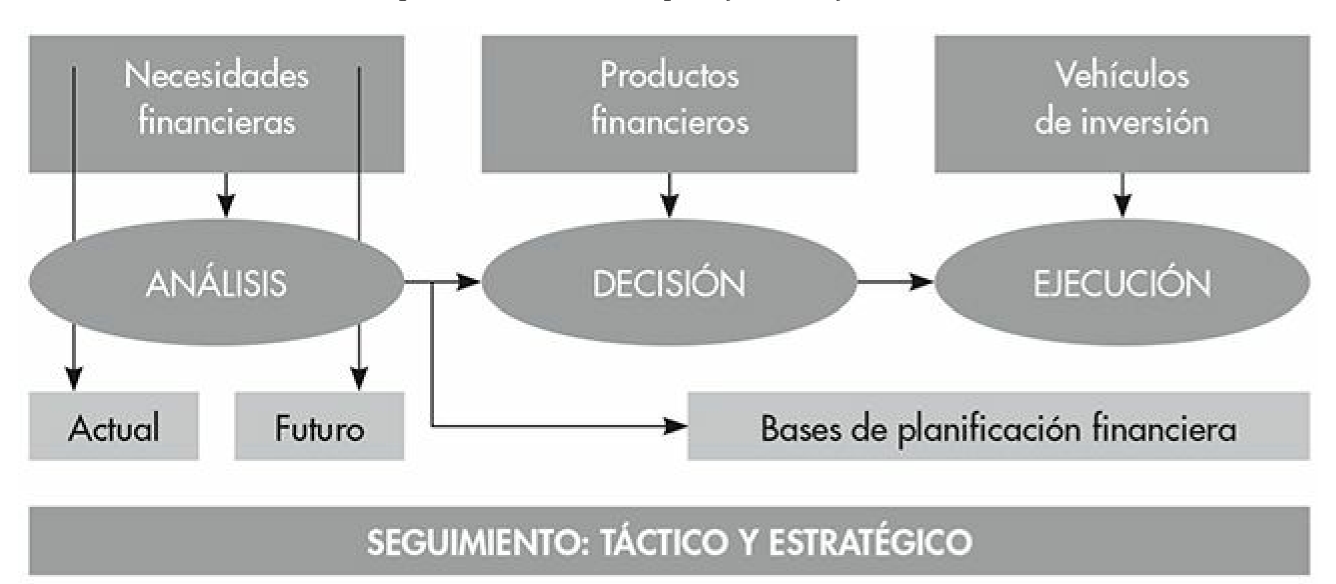
En este caso, la composición de la cartera debe generar rendimientos fijos, con lo que se primará la inversión en instrumentos de renta fija o con rendimientos asegurados: bonos y los activos del mercado monetario. La parte destinada a renta variable debe reducirse y, en su caso, optar por acciones que paguen dividendos altos, puesto que la fiscalidad ya no es tan importante como en la fase de consolidación.

¿Cuáles son las fases de la planificación financiera?

La toma de cualquier decisión financiera debe apoyarse en un método sencillo que permita al individuo analizar de forma sensata las necesidades que pretende cubrir, determinar la mejor opción para alcanzar su objetivo y definir el alcance de la misma en la gestión integral de sus finanzas. En términos generales, el método puede constar de los siguientes pasos:

- *Paso 1.*Análisisde la situación de partida y de los objetivos que se desean alcanzar.
- *Paso 2.* Decisiónde los instrumentos financieros al alcance que mejor se adapten al perfil inversor y que permitan alcanzar los objetivos.
- *Paso 3.* Ejecuciónde la estrategia de inversión a través de instituciones y plataformas de contratación fiables y seguras.
- *Paso 4.*Seguimientodinámico de la evolución de las estrategias financieras tomadas y ajuste de dichas estrategias ante eventos patrimoniales que varíen la situación de partida, con lo que, de nuevo, nos situaríamos en el paso 1.

Esquema 3. Fases de la planificación financiera

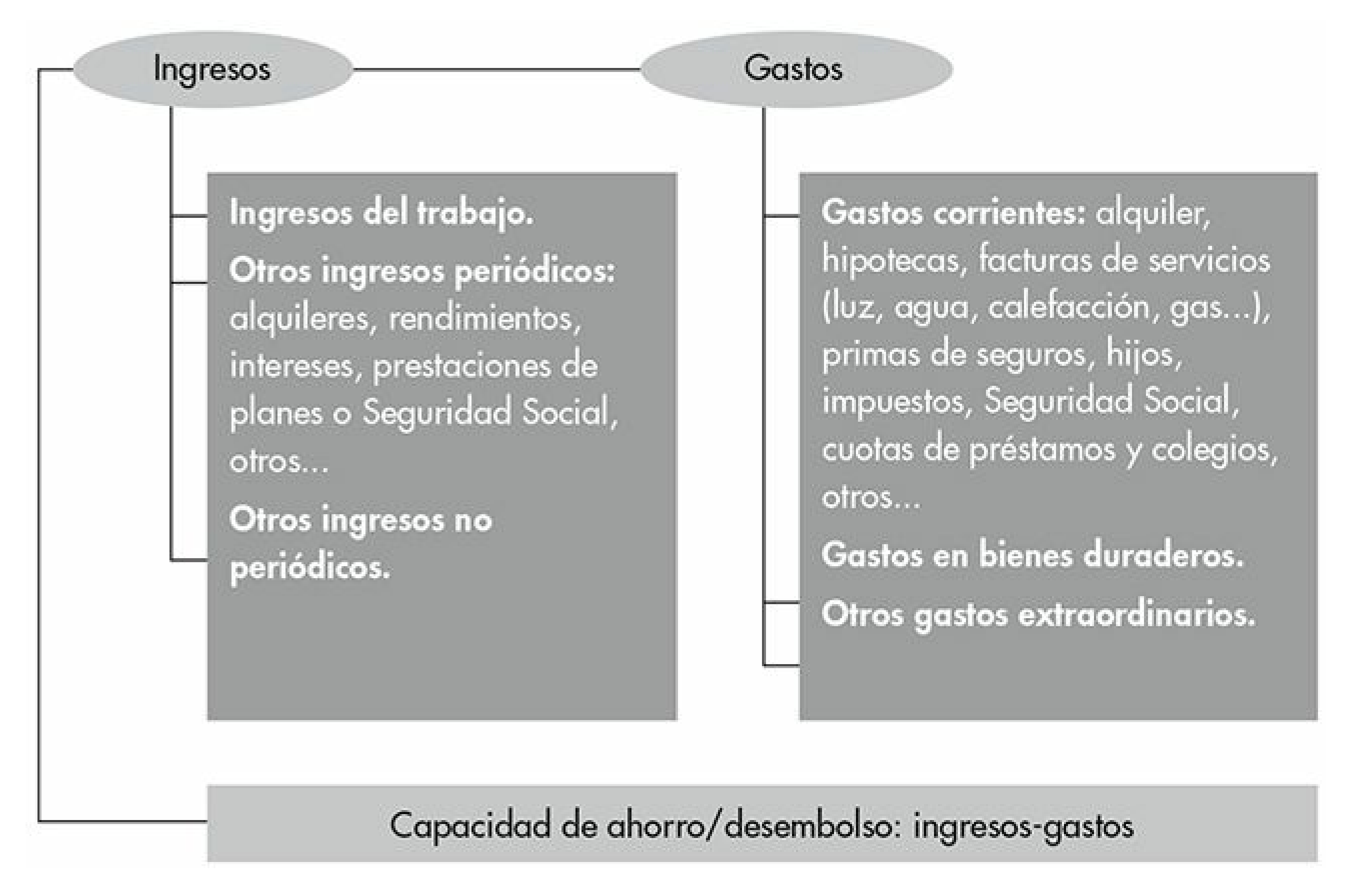


Fuente: elaboración propia.

¿En qué consiste la fase de análisis?

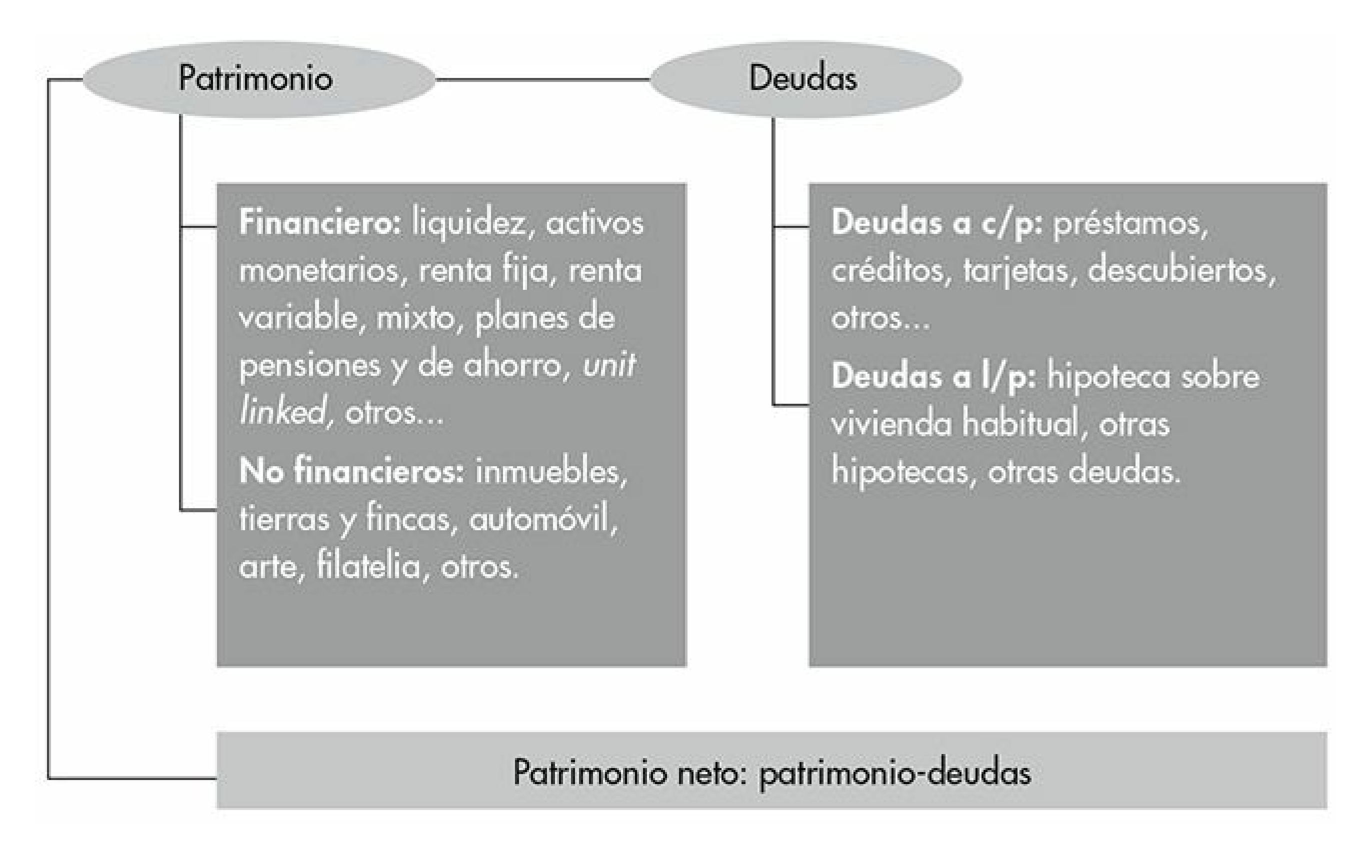
Uno de los elementos esenciales a la hora de planificar las finanzas familiares es conocer la situación patrimonial de partida. En este sentido, resulta obligado saber al detalle la radiografía de los ingresos y de los gastos presentes y determinar así la capacidad de ahorro. Uno de los objetivos fundamentales del análisis consiste en realizar un presupuesto en el que se recojan todos los gastos y los ingresos, aunque sea de forma aproximada y provisional, de la persona o de la unidad familiar.

Esquema 4. Presupuesto de la unidad familiar



Fuente: elaboración propia.

Esquema 5. Análisis de la situación patrimonial



Fuente: elaboración propia.

¿En qué consiste la fase de decisión?

Una vez definida la situación patrimonial, la probable evolución de dicho patrimonio, los objetivos concretos y los posibles eventos que pueden afectar a la composición del patrimonio, se debe elegir entre los productos financieros (de activo y de pasivo) que están a disposición y generar la combinación óptima de los mismos para alcanzar los objetivos propuestos en el paso 1. Esto es lo que en terminología anglosajona se denomina *asset allocation,*o distribución estratégica de activos.

La determinación de esa combinación óptima de activos para alcanzar un determinado resultado, o una cadena de objetivos a lo largo del tiempo, exige la aplicación rigurosa de los principios conceptuales de la gestión de finanzas personales. Las variables que se manejan para la determinación de dichos principios conceptuales son las siguientes:

- Horizonte temporal de los objetivos.
- Perfil de riesgo. Capacidad por parte de las familias de asumir riesgos o no para la consecución de dichos objetivos.
- Liquidez.
- Inflación.
- Fiscalidad del inversor.

Esquema 6. Proceso de optimización fiscal

Paso 1: Cálculo de impuestos actuales

Paso 2: Evaluación de alternativas, optimización

PRODUCTOS EXISTENTES

NUEVOS PRODUCTOS

Paso 3: DECISIÓN

Paso 4: ACCIÓN

Fuente: elaboración propia.

¿En qué consiste la fase de ejecución?

Una vez determinada la cartera de activos y pasivos se debe ejecutar la estrategia mediante una entidad apropiada, a través de las plataformas (transacción vía telefónica, *on-line* o establecimiento físico) y utilizando el vehículo de inversión que mejor se ajuste a nuestras necesidades.

La elección de cómo ejecutar nuestras estrategias de planificación deberá tener en cuenta, entre otros, los siguientes elementos:

- Solvencia y fiabilidad de las entidades.
- Cobertura de productos y servicios ofrecidos por la entidad.
- Costes y comisiones de contratación.
- Seguridad de la plataforma de contratación.

¿En qué consiste la fase de seguimiento?

Las estrategias adoptadas para la correcta planificación de las finanzas personales exigen un riguroso seguimiento que nos aportará información relevante para:

- Determinar si las estrategias adoptadas están cumpliendo los objetivos definidos, procediendo en caso negativo a modificarlas (seguimiento estratégico).
- Renovar las estrategias iniciales ante la aparición de nuevos eventos patrimoniales (seguimiento táctico).

El seguimiento y control de las inversiones se puede realizar de diversas maneras: desde el simple control de los extractos que nos envían las entidades financieras en las que tenemos depositadas nuestras inversiones, hasta la elaboración de informes o resúmenes periódicos que den información precisa sobre la situación patrimonial.

Resulta aconsejable dotar a las tareas de seguimiento de una cierta automatización, bien a través de la utilización de un software específico o mediante el desarrollo de hojas de cálculo personales. Por otro lado, el momento más adecuado para realizar dicha supervisión puede ser el último trimestre del año (no las últimas horas del año), ya que nos va a permitir tomar decisiones dirigidas a optimizar el pago de impuestos, como puede ser realizar una amortización parcial del préstamo para la adquisición de la vivienda habitual o aportar a un plan de pensiones.

Aunque el seguimiento de la evolución de las finanzas personales debe realizarse de forma continuada, el final del año se convierte en una cita obligada en la que, además de hacer balance del ejercicio, podremos tomar todas aquellas decisiones dirigidas a optimizar el pago de impuestos.

ANEXO. CONSEJOS BÁSICOS SOBRE PLANIFICACIÓN FINANCIERA

1. La toma de cualquier decisión financiera debe apoyarse en un método sencillo que permita al individuo analizar de forma sensata las necesidades que pretende cubrir, determinar la mejor opción para alcanzar su objetivo y definir la gestión integral de sus finanzas.
2. Haga una lista de los objetivos que se ha propuesto en la vida y visualícelos constantemente para que su planificación financiera tenga sentido. Incluya temas como la educación de sus hijos, la casa que se quiera comprar, el nivel de vida que desea tener cuando se jubile, etc.
3. Lleve un registro detallado de todos sus gastos. Esto le permitirá saber exactamente en qué ha gastado su dinero, identificando sus preferencias y patrones de consumo.
4. Decida teniendo en cuenta sus objetivos de vida, sus ingresos y sus gastos, esto es, su capacidad de ahorro. De esta forma, descubrirá cuánto necesita ahorrar para lograr en cierto tiempo cada uno de sus objetivos.
5. Determine qué cantidad de dinero necesita para cubrir las necesidades habituales y otras de carácter extraordinario que pudieran surgir. A estas cantidades de dinero se las denomina «fondo demaniobra» y deben ser equivalentes a los gastos que tendrá que afrontar en los próximos cinco o seis meses.
6. Si después de establecer esta reserva se dispone de dinero para invertir, se necesita tener en cuenta cuáles son los objetivos y las circunstancias personales. Los objetivos serán diferentes dependiendo del momento de la vida (ciclo vital) en el que nos encontremos.
7. La estructura de inversión óptima se encontrará logrando un equilibrio entre la rentabilidad que se espera obtener y el riesgo que se puede asumir (lógicamente, no se puede aspirar a grandes rentabilidades sin asumir ningún riesgo, porque no existe ninguna inversión que cumpla ambos parámetros).
8. La diversificación de los activos que componen su cartera permitirá reducir el riesgo de sus inversiones manteniendo la rentabilidad esperada.
9. Para plazos largos de inversión en activos de renta variable es más probable conseguir rentabilidades positivas. El riesgo disminuye con el tiempo, nivelando y estabilizando tanto la rentabilidad anual esperada como el riesgo de pérdida anual máxima.
10. Es importante señalar que la ansiedad no debe hacerle cambiar su plan de inversión inicial, pues aunque la estrategia no le dé satisfacción todos los años, a largo plazo obtendrá resultados positivos. Lo peor que puede hacer un inversor que no tiene la posibilidad de seguir los mercados de forma profesional es tratar de tomar decisiones a corto plazo, dejándose guiar por la inercia del mercado, ya que esto le llevará a invertir cuando el mercado ya ha subido (está caro) o a vender precipitadamente cuando ya ha bajado, incurriendo así en pérdidas innecesarias.
11. El conocimiento de las citas tributarias resulta relevante no solo a la hora de determinar nuestro fondo de maniobra, sino para tomar decisiones ajustadas

a tiempo que ayuden a reducir, dentro de las posibilidades legales, el pago de impuestos.

12. Es importante saber que puede haber diferencias importantes en las comisiones y condiciones básicas de un producto que lo pueden hacer más o menos interesante. Preste atención a los productos que ofrecen las entidades que operan *on-line,* ya que suelen tener menos costes y un servicio operativo más cómodo y rápido.

13. Proteja su patrimonio. Contrate los seguros que necesite para proteger los diversos riesgos a los que está expuesto su patrimonio: seguros de hogar, de vida, etc.

14. Haga un testamento, a fin de evitar problemas en el desgraciado caso en el que usted falte.

15. La planificación financiera es un proceso continuo que se autoalimenta con el tiempo. Todas las etapas de la vida necesitan de planificación o de revisión de una ya efectuada, en tanto en cuanto las preferencias, metas y necesidades financieras se consiguen, se replantean, evolucionan y cambian.

16. Aunque el seguimiento de la evolución de las finanzas debe realizarse de forma continuada, el final de año se convierte en una cita obligada en la que, además de hacer balance del ejercicio, podremos tomar todas aquellas decisiones dirigidas a optimizar el pago de impuestos.

2
ASESORAMIENTO FINANCIERO

Debido a la complejidad de los mercados y de los productos financieros, a la falta de tiempo disponible o, sencillamente, porque se quiere contar con una opinión cualificada, es recomendable disponer de asesoramiento financiero. Es decir, tener una opinión, un consejo, una guía o una orientación de un profesional a la hora de tomar decisiones relativas a las finanzas personales. En este punto conviene distinguir dos niveles de servicio que, de forma simplificada, están relacionados con el asesoramiento financiero: por un lado, pedir opinión o consejo y, por otro, delegar la gestión, es decir, la toma de decisiones. En el primer caso, se solicita una recomendación que luego se podrá seguir o no. En el segundo, se confía totalmente en la labor del profesional de la gestión de inversiones. A lo largo de los últimos años se ha producido una clara expansión de la primera alternativa; es decir, antes de tomar una decisión de compra o venta de un activo financiero, se solicita la opinión de un profesional, quien la emite de forma personalizada. Es tal el desarrollo de este servicio de asesoramiento y, sobre todo, sus expectativas de futuro (las experiencias en otros países así lo avalan) que incluso se ha desarrollado una nueva tipología de empresas, las Empresas de Asesoramiento Financiero Independiente (EAFI), que, reguladas y supervisadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), se configuran como la vía más adecuada para contar con un servicio profesional de asesoramiento.

¿Qué es el asesoramiento financiero?

El asesoramiento financiero es aquel servicio que tiene por objeto detectar las necesidades en materia de inversión, pero también de financiación, de un cliente, basándose en sus circunstancias personales, así como en las perspectivas económicas y de los mercados financieros, teniendo en cuenta la normativa vigente, fundamentalmente la fiscal.

Las claves del asesoramiento financiero deben ser la objetividad y la independencia de las recomendaciones, así como su idoneidad para el perfil del cliente. En términos técnicos podemos decir que el asesoramiento financiero (el asesoramiento en materia de inversión) es un servicio de inversión que debe ser prestado por profesionales especializados.

¿Qué ventajas e inconvenientes tiene el asesoramiento financiero profesional?

El asesoramiento financiero profesional presenta una serie de ventajas, pero también de inconvenientes, para el cliente. Tanto unas como otros deben ser conocidos (algunas se recogen en la tabla 1).

Tabla 1. Ventajas e inconvenientes del asesoramiento financiero

Ventajas	Inconvenientes
• Acceso a una gran cantidad de información. • Nuevas fórmulas de inversión. • Acceso a cualquier mercado del mundo. • Reducción de costes de contratación. • Mayor autonomía en la gestión de las finanzas personales. • Planificación integral de las finanzas personales.	• Imposibilidad de asimilar toda esa información. • Oferta indiscriminada de productos financieros. • Asunción de nuevos riesgos: de tipo de cambio, de liquidez, de contratación.

Fuente: elaboración propia.

En cualquier caso, de lo que parece no haber duda es de que en un contexto caracterizado por la creciente complejidad de los instrumentos y de los mercados financieros, y también por la mayor exigencia por parte de los ciudadanos de garantizarse la satisfacción de las necesidades actuales y futuras mediante la óptima utilización de estrategias y medios, las entidades financieras, y, sobre todo, los asesores financieros independientes, tienen un importante y creciente papel que jugar. Pero para que este sea exitoso, es obvio que se requieren conocimientos y herramientas que garanticen un servicio adecuado y de calidad.

¿Qué es la MiFID?

La MiFID es la forma por la que se conoce a la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros, es decir, la normativa a nivel europeo cuyo principal objetivo es mejorar la protección de los inversores minoristas (los no profesionales). La MiFID traslada a la legislación española (desde 2008) cambios importantes en la relación entre inversores y entidades financieras, cambios que se pueden simplificar, siguiendo a la CNMV[1], en:

- La entidad financiera solicitará información del cliente para conocerle lo mejor posible y así poder ayudarle a tomar sus decisiones de inversión y prestarle los servicios más adecuados.
- La entidad financiera solo ofrecerá los productos que considere adecuados para el cliente, teniendo en cuenta sus conocimientos y experiencia para valorar correctamente los riesgos.
- Cuando proporcione asesoramiento, la entidad financiera se asegurará de que el servicio es acorde con los conocimientos, la experiencia, los objetivos y la situación financiera del cliente.
- La entidad financiera facilitará la mejor información antes, durante y después de realizar la inversión.
- Al ejecutar las órdenes, la entidad financiera tratará de obtener los mejores resultados para el cliente.

La MiFID persigue la protección del inversor tanto antes de la inversión como después de la misma, tal y como se recoge en el esquema 1.

¿A qué productos se aplica la MiFID?

La MiFID se aplica a los activos o productos financieros. Son «productos MiFID» las acciones, los activos de renta fija, los fondos de inversión y los derivados, pero no lo son los depósitos o los seguros.

Esquema 1. Protección que da la MiFID

ANTES DE INVERTIR

Su entidad le clasificará normalmente como inversor minorista.

Tipos de clientes:
– Minoristas.
– Profesionales.

Su entidad le solicitará información según el producto y el servicio que le vaya a prestar.

Tipos de servicios:
– Compra/venta.
– Asesoramiento.
– Gestión de carteras.

Su entidad le facilitará información para ayudarle a tomar sus decisiones de inversión.

Tipo de información:
– Publicidad.
– La entidad y sus servicios.
– Productos.
– Costes y gastos
– Términos de los contratos.

DURANTE Y DESPUÉS DE LA INVERSIÓN

Su entidad gestionará su orden rápidamente y en los mejores términos para usted.

– Gestión de órdenes.
– Mejor ejecución.

Su entidad le confirmará la ejecución de sus órdenes y le remitirá información periódica sobre sus inversiones.

Informes a clientes.

EN TODO MOMENTO

Su entidad deberá:
– Evitar perjudicarle por conflictos de interés.
– Custodiar sus inversiones.
– Informarle sobre los fondos de garantía en caso de insolvencia.
– Atender sus reclamaciones.

Fuente: CNMV.

¿Qué es un «cliente minorista»?

Los clientes minoristas, frente a los clientes profesionales, son aquellos con menos conocimientos y experiencia en los mercados financieros. Por ello deben recibir el mayor grado de protección. El hecho de ser clasificado como minorista implica que no podrá invertir en determinados productos financieros.

¿Qué es un test de conveniencia?

Un test de conveniencia es el conjunto de preguntas que la entidad financiera hace al cliente para determinar si un producto es adecuado para él. Es obligatorio realizar este test de conveniencia siempre que el cliente desee comprar un producto complejo.

¿Qué es un producto no complejo según MiFID?

Según MiFID, son productos no complejos aquellos que cumplen cada una de estas características:

- *Líquidos*. Existen posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación de dicho instrumento financiero a precios públicamente disponibles para los «miembros del mercado» y que sean precios de mercado o precios ofrecidos, o validados, por sistemas de evaluación independientes del emisor.
- *De bajo riesgo.* No implican pérdidas reales o potenciales para el cliente que excedan del coste de adquisición del instrumento.
- *Fáciles de comprender.* Existe a disposición del público información suficiente sobre sus características. Esta información deberá ser comprensible, de modo que permita a un cliente minorista medio emitir un juicio fundado para decidir si realiza una operación en ese instrumento.

¿Qué es un producto complejo según MiFID?
Son productos complejos aquellos que no cumplan los requisitos para ser no complejos, así como todos los derivados.

Tabla 2. Pautas para clasificar productos (CNMV)

Instrumento financiero	Pautas de CNMV
Acciones preferentes o privilegiadas y participaciones preferentes.	Complejas si: • Incorporan derivado implícito. • No admitidas a negociación en un mercado regulado.
Derechos de suscripción preferentes.	Complejas si: • Se adquieren en un mercado secundario, salvo si es con el solo fin de redondear el número de derechos asignados para acudir a una ampliación. • Si el ejercicio de los derechos implica la compra de instrumentos complejos.
Instrumentos del mercado monetario, bonos y otras formas de deuda titulizada.	Complejas si: • Incorporan derivado implícito o estructuras complejas. • Incorporan opción de amortización anticipada. • Hay que aplicar las condiciones del art. 79 bis de la Ley del Mercado de Valores.
Cédulas, bonos, participaciones hipotecarias y otros instrumentos respaldados por un grupo de activos.	Complejas si: • Incorporan derivado implícito o estructuras complejas. • Los activos que respaldan están fuera del balance del emisor.
Deuda subordinada.	Evaluar la complejidad en función de: • Incorporación o no de derivados implícitos. • La estructura del instrumento.
Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) de inversión libre e IIC inmobiliarias.	• Son IIC no armonizadas. Hay que aplicar las condiciones del art. 79 bis LMV. • Complejos si no existen posibilidades frecuentes de venta.

Fuente: Guía de la CNMV sobre instrumentos complejos o no complejos.

¿Qué es el asesoramiento en materia de inversión?

Siguiendo a la CNMV, el asesoramiento en materia de inversión es un servicio que consiste en realizar a un cliente una recomendación personalizada, ya sea a petición de este o por iniciativa de la entidad, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros concretos. La recomendación debe presentarse como idónea para el cliente, basándose en sus circunstancias personales. No se considera asesoramiento en materia de inversión, por tanto, cualquier recomendación de carácter genérico y no personalizada que se pueda realizar en el ámbito de la comercialización o venta de valores e instrumentos financieros, que se consideran comunicaciones de carácter comercial. Tampoco aquellas recomendaciones que se divulgan exclusivamente a través de canales de distribución dirigidos al público en general (prensa, televisión, radio).

Esquema 2. Asesoramiento en materia de inversión

Fuente: elaboración propia.

¿Qué es un test de idoneidad?
Con la intención de prestar una recomendación personalizada, es decir, de recomendar los productos que mejor se ajusten a la situación personal del cliente, el asesor tiene que conocer sus objetivos de inversión, su apetito por el riesgo, su experiencia y conocimientos de los mercados y activos financieros, su situación financiera, etc. Para ello se realiza un test de idoneidad, que es un cuestionario que el asesor financiero realiza a su cliente antes de realizar una recomendación. No existe un único test de idoneidad, sino que cada asesor tiene el suyo. Ahora bien, dado que la información que se quiere obtener es común, suelen contener cuestiones muy similares. A continuación se muestran algunas preguntas tipo, y al final del capítulo se puede encontrar un test de idoneidad completo.

¿Cuál es el horizonte temporal de la inversión que va a efectuar?

Menos de 6 meses

Entre 6 meses y 1 año

Entre 1 y 3 años

Entre 3 y 7 años

Más de 7 años

¿Qué nivel de pérdida estaría dispuesto a asumir en su inversión actual?

Máximo un 5% del valor

Entre el 5% y el 15%

Entre el 15% y el 30%

Más del 30%

¿Cuáles de los siguientes productos de inversión conoce? (puede responder más de una)

Renta variable

Renta variable emergente

Renta fija pública

Renta fija privada

Fondos de inversión españoles

Fondos de inversión extranjeros

Fondos de inversión libre

Derivados

Estructurados

Productos con capital garantizado

Otros

Los resultados de los test son utilizados por el asesor para conocer a su cliente y para realizar las recomendaciones que mejor se ajusten a sus circunstancias, pero no existe, o no debe existir, una relación mecánica entre unas determinadas respuestas y unas recomendaciones. Los resultados de este test no deben ser registrados en la CNMV ni en ningún otro registro oficial. Por último, es recomendable volver a pasar el test a un cliente cada cierto tiempo (por ejemplo, cada año).

¿Quién puede prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión?

La legislación contempla que los servicios de asesoramiento financiero pueden prestarlos múltiples entidades. La CNMV señala que pueden ofrecer un servicio de asesoramiento en materia de inversión tanto las sociedades de valores (SV) como las agencias de valores (AV), así como las sociedades gestoras de carteras (SGC), las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), las entidades de crédito, las entidades extranjeras autorizadas para la prestación de servicios de inversión en el territorio español y, por lo último, las empresas de asesoramiento financiero (EAFI).

¿Qué es una EAFI?

Una EAFI, o Empresa de Asesoramiento Financiero, es, desde su inicio en 2007, la denominación que la CNMV ha establecido para las empresas cuya actividad se centra exclusivamente en la prestación de servicios de asesoramiento en materia de inversión, entendiéndose por tal la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, a petición de este o por iniciativa de la EAFI. Las EAFI están inscritas en el Registro de la CNMV, siendo este organismo quien las supervisa.

¿Qué gastos conlleva ser asesorado por una EAFI?

Dado que el principal objeto de una EAFI es prestar un servicio de asesoramiento financiero personalizado e independiente, resulta lógico que este deba estar remunerado. En este punto existen diversas opciones. Por un lado, las EAFI pueden cobrar una comisión por el asesoramiento, comisión que deberá estar recogida en el folleto de tarifas máximas, disponible no solo en la propia EAFI, sino también en la CNMV. Estas tarifas se calculan sobre el valor efectivo de la cartera asesorada y/o sobre la revalorización de dicha cartera, pudiéndose aplicar ambas tarifas o solo una de ellas.

Ejemplo de tarifas de una EAFI

Opción 1: 0,50% anual del patrimonio asesorado.

Opción 2: 0,30% anual del patrimonio asesorado, más un 5% del rendimiento conseguido.

Además, las EAFI pueden cobrar una tarifa (euros por hora, por ejemplo) por el tiempo que han dedicado al análisis de la cartera, a la generación de las recomendaciones, a la emisión de opiniones, etc.

Por último, otra vía de remuneración es a través de comisiones o retrocesiones que la EAFI pueda recibir de terceras entidades (por ejemplo, gestoras de fondos de inversión) en el caso de que sus clientes adquieran, por recomendación de la EAFI, los productos comercializados por dichas entidades. La normativa española actual aun permite a las EAFI cobrar retrocesiones siempre que, entre otras cosas, se informe al cliente de la naturaleza y cuantía de esos cobros.

¿Existe la figura de la EAFI en otros países?

Sí, en otros países existen figuras similares a las EAFI, con dos casos muy representativos. En el Reino Unido el regulador autoriza al Independent Financial Advisor(IFA) a prestar el servicio de asesoramiento independiente en materia de inversión financiera. En Estados Unidos el regulador federal supervisa al Registered Investment Adviser (RIA), si cuenta con más de cien millones de dólares de patrimonio asesorado de clientes, y son las agencias estatales de valores las que vigilan en caso de que sea menor.

¿Qué no puede hacer una EAFI?

Las EAFI no pueden realizar servicios que sí ofrecen otras empresas de servicios de inversión. Por ejemplo, las EAFI no pueden efectuar operaciones en nombre propio o ajeno y no están autorizadas a mantener fondos o valores de clientes. Las EAFI no pueden actuar como agentes de otra EAFI o entidad de crédito, ni contratar agentes.

¿Qué requisitos debe cumplir una EAFI?

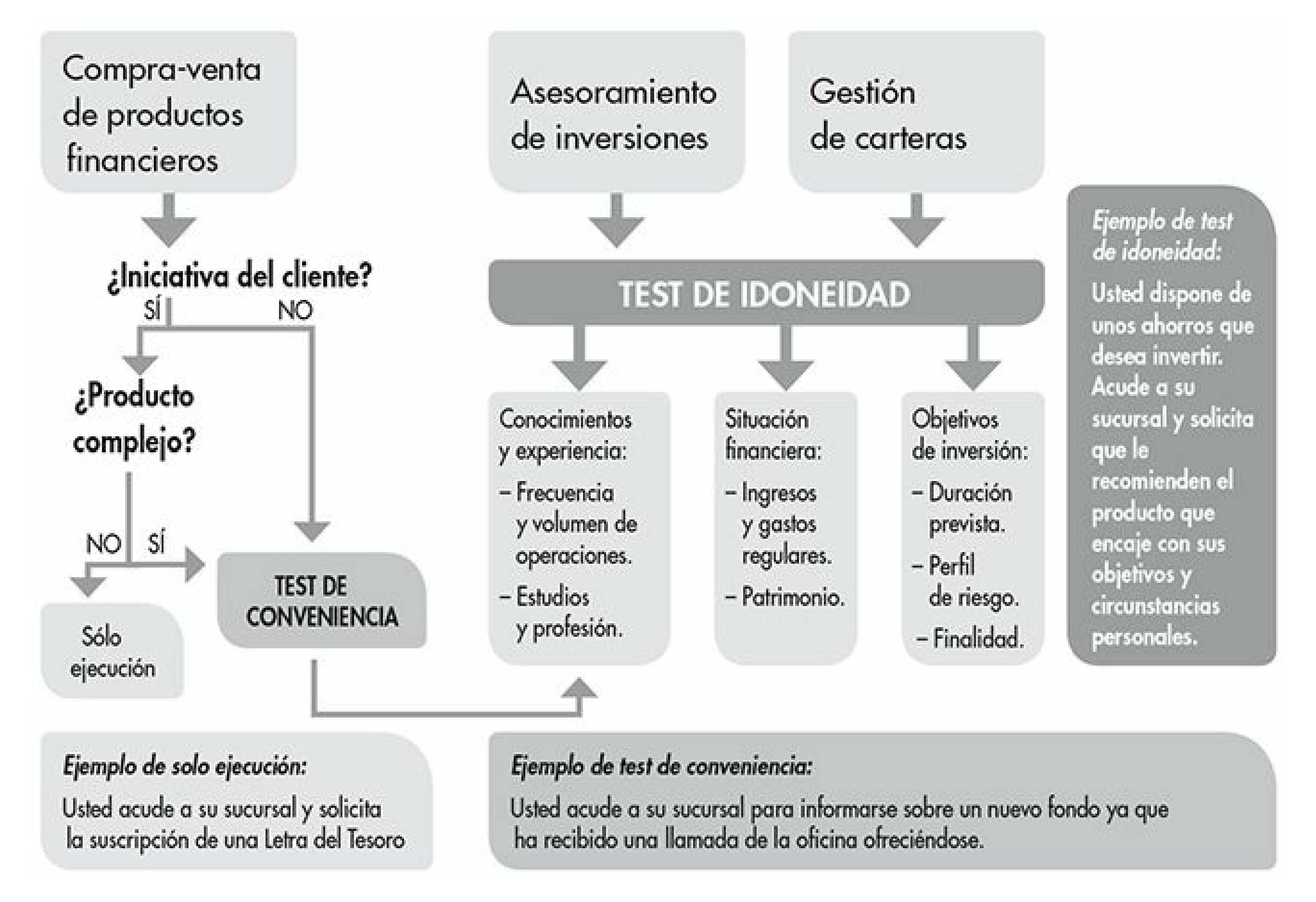
Como hemos señalado, las EAFI están sujetas a autorización de la CNMV, quien, basándose en la legislación aplicable, impone una serie de requisitos financieros y de actividad que con carácter general se refieren al cumplimiento de requisitos de organización y de control interno. A las EAFI se les exige que en el desempeño de su actividad los profesionales que en ellas trabajan cuenten con los conocimientos y la experiencia adecuados en el ámbito del mercado de valores y que en sus actuaciones cumplan con las normas de conducta contempladas en la normativa. Además, las EAFI deben contar con un departamento o servicio de atención al cliente para la resolución de quejas y reclamaciones presentadas por sus clientes, y están sujetas a la normativa sobre prevención del blanqueo de capitales.

Por otro lado, las EAFI deben cumplir también requisitos financieros para garantizar su solvencia. Así, la normativa exige a las personas jurídicas registradas como EAFI que cuenten con un capital inicial de 50.000 euros, así como un seguro de responsabilidad civil o un aval con una cobertura total de 1.500.000 euros anuales para todas las reclamaciones, o una combinación de ambos mecanismos que proporcione una cobertura similar. Por último, las personas físicas registradas bajo el régimen de EAFI están obligadas a remitir con carácter anual a la CNMV un informe elaborado por un experto independiente que deberá emitir su opinión sobre la veracidad y fiabilidad de determinada información relativa a sus actividades.

¿Está cubierta la actividad de una EAFI por algún tipo de fondo de garantía?

No. Dado que las EAFI no pueden tener, en ningún caso, ni los activos financieros ni la liquidez del cliente, su actividad no está cubierta ni por el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD), ni por el Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN)[2].

Esquema 3. Prestación de servicios de inversión sobre productos MiFID



Fuente: CNMV.

ANEXO. EJEMPLO DE TEST DE IDONEIDAD

SITUACIÓN FINANCIERA

01. ¿Cuál es la composición actual de su cartera de inversión?

Exclusivamente cuentas y depósitos

Cuentas y depósitos junto con renta variable y renta fija

Exclusivamente renta variable

Principalmente inversiones especulativas

02. ¿Cuál es la composición de su patrimonio actual sin tener en cuenta su vivienda habitual?

Solo inversión mobiliaria (sin tener en cuenta vivienda habitual)

Solo inversión inmobiliaria (algún inmueble además de la vivienda habitual)

Mayor inversión mobiliaria que inmobiliaria (sin tener en cuenta la vivienda habitual)

Menor inversión mobiliaria que inmobiliaria (sin tener en cuenta la vivienda habitual)

Similar inversión mobiliaria que inmobiliaria (sin tener en cuenta la vivienda habitual)

03. ¿A cuánto ascienden sus ingresos brutos anuales?

Menos de 30.000 euros

Entre 30.000 y 50.000 euros

Entre 50.000 y 100.000 euros

Más de 100.000 euros

04. ¿Qué porcentaje de sus ingresos mensuales representan sus gastos fijos periódicos?

Menos del 33%

Entre el 33% y el 75%

Más del 75%

05. ¿Cuál es su principal fuente de ingresos periódicos?

Trabajo por cuenta ajena y con antigüedad igual o superior a 3 años

Trabajo por cuenta ajena y con antigüedad inferior a 3 años

Trabajo por cuenta propia y en el mismo sector desde hace más de 3 años

Trabajo por cuenta propia y en el mismo sector desde hace menos de 3 años

Actualmente, sin fuente de ingresos

Otras fuentes de ingresos

06. ¿Cuántas personas dependen económicamente de usted?

Nadie

De 1 a 3 personas (niños y adultos)

De 3 a 5 personas (niños y adultos)

Más de 5 personas (niños y adultos)

07. ¿Qué porcentaje representa la inversión actual en su cartera de inversión?

Menos del 10%

Del 10% al 25%

Del 25% al 50%

Más del 50%

OBJETIVOS DE LA INVERSIÓN

01. ¿Cuál es el perfil de riesgo de su cartera de inversión?

Riesgo bajo

Riesgo medio-bajo

Riesgo medio-alto

Riesgo alto

02. ¿Cuál es el horizonte temporal de la inversión que va a efectuar?

Menos de 6 meses

Entre 6 meses y 1 año

Entre 1 y 3 años

Entre 3 y 7 años

Más de 7 años

03. ¿Qué nivel de pérdida estaría dispuesto a asumir en su inversión actual?

Máximo un 5% del valor

Entre el 5% y el 15%

Entre el 15% y el 30%

Más del 30%

04. ¿Cuál es la principal finalidad de sus operaciones financieras? (puede responder más de una)

Inversión/ahorro

Cobertura

Especulación

05. ¿Cuál es su criterio en cuanto a la asunción de riesgo en su inversión?

Prefiero no asumir riesgo de pérdida de capital aunque no tenga rentabilidad

Asumiría un pequeño riesgo de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad pequeña

Asumiría un riesgo medio de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad mayor

Asumiría un alto riesgo de pérdida de capital a cambio de una expectativa de rentabilidad alta/muy alta

06. ¿Qué rentabilidad espera de su inversión?

Similar al IPC

Superior al IPC

Muy superior al IPC

CONOCIMIENTOS Y EXPERIENCIA

01. ¿Cuál es su nivel de formación y en qué sector trabaja?

Formación universitaria o superior y trabaja o ha trabajado en el sector financiero o legal

Formación universitaria o superior y trabaja o ha trabajado en un sector diferente al financiero o legal

Sin formación universitaria y trabaja o ha trabajado en el sector financiero o legal

Sin formación universitaria y trabaja o ha trabajado en un sector diferente del financiero o legal

02. ¿En qué rango de edad se sitúa?

Hasta los 25 años

Entre 26 y 40 años

Entre 41 y 60 años

Más de 60 años

03. ¿Cuáles de los siguientes productos de inversión conoce? (puede responder más de una)

Renta variable

Renta variable emergente

Renta fija pública

Renta fija privada

Fondos de inversión españoles

Fondos de inversión extranjeros

Fondos de inversión libre

Derivados

Estructurados

Productos con capital garantizado

Otros

04. ¿Conoce las diferencias entre renta variable y renta fija y sus riesgos asociados?

Sí, podría dar descripción completa

Sí, podría dar descripción aproximada

No tengo certeza acerca de las diferencias y los riesgos asociados

05. ¿Con qué periodicidad opera con instrumentos financieros?

Quincenal

Mensual

Trimestral

Anual

06. ¿Cuál es su nivel de experiencia y conocimiento de los mercados de renta variable y de renta fija? (seleccione una respuesta de la parte de renta variable y otra de la parte de renta fija)

En renta variable - alto

En renta variable - medio

En renta variable - bajo

En renta fija - alto

En renta fija - medio

En renta fija - bajo

07. ¿Qué fuente de información utiliza de forma habitual? (puede seleccionar más de una)

Webs financieras

Periódicos de información económica

Asesores de las entidades financieras

Familiares/amigos

Ninguna

08. ¿Cuál es la antigüedad de su cartera de inversión?

Menos de 6 meses

Entre 6 meses y 2 años

Más de 2 años

09. ¿Cuál es la principal finalidad de sus operaciones financieras? (puede responder más de una)

Inversión/ahorro

Cobertura

Especulación

10. ¿Cuál es el importe medio de sus operaciones con productos financieros?

Inferior a 15.000 euros

Entre 15.000 y 30.000 euros

Superior a 30.000 euros

Fuente: Afi, *Inversiones financieras globales,* EAFI.

3
MERCADOS FINANCIEROS

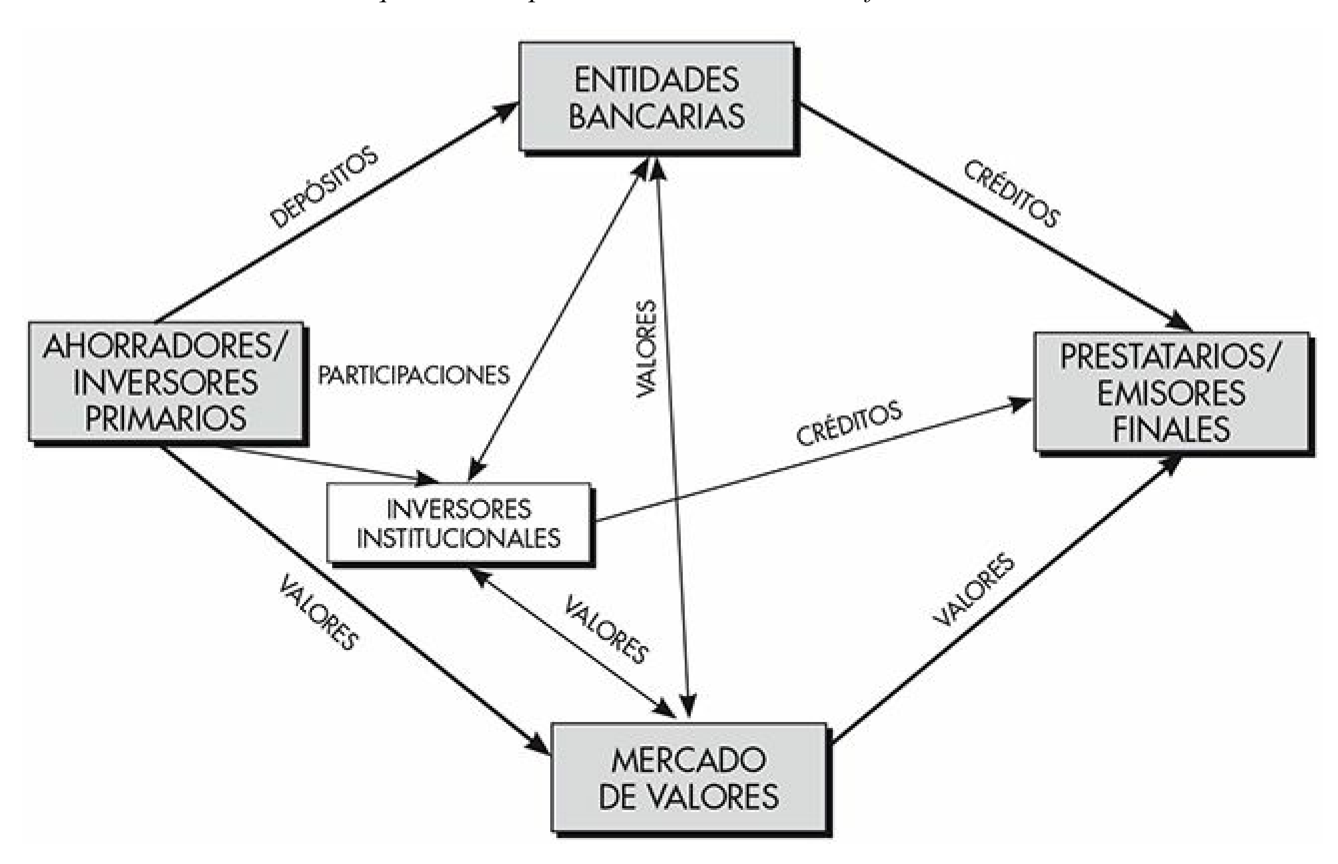
Antes de entrar en la explicación de los distintos activos financieros, conviene realizar una breve introducción sobre algunos conceptos básicos, pero muy relevantes, que tienen que ver con la «estructura». Nos referimos al propio concepto de sistema financiero, a sus principales reguladores y supervisores, así como a algunos de los agentes más relevantes que, en España, se denominan Empresas de Servicios de Inversión (ESI).

¿Cuál es la función del sistema financiero?

La principal función de un sistema financiero es poner en contacto a quienes desean prestar o invertir fondos con aquellos que los necesitan. Para ello, los segundos se endeudan a través de la emisión de valores (acciones, instrumentos de renta fija, etc.), que son comprados por los inversores. El esquema 1 recoge, representados por las líneas exteriores de sus partes superior e inferior, los dos tipos básicos de intermediación que tienen lugar dentro de un sistema financiero moderno, que son:

1. La intermediación que se ejerce a través de entidades bancarias.
2. La que se desarrolla a través del mercado de valores.

Esquema 1. El proceso de intermediación financiera



Fuente: elaboración propia.

En el caso del mercado de valores, que es el que vamos a tratar en esta guía, podemos distinguir dos modalidades, que son las que se indican en la parte inferior izquierda del esquema:

1. La participación directa como inversores en los mercados.
2. La participación mediante diversos inversores institucionales, cuya característica básica es la de agregar los fondos procedentes, en general, de un cierto número de inversores más o menos amplio a los que sirven de intermediarios y gestores frente a los mercados de valores.

Tal y como se señala en el esquema 1, la situación en los sistemas financieros desarrollados es mucho más compleja de lo que acabamos de exponer, produciéndose una interrelación mutua de ambas formas básicas de intermediación, entre otros, por los siguientes motivos:

- Las entidades bancarias no solo conceden créditos, sino que también invierten, en general de forma significativa, en valores. Estas mismas entidades acuden a los mercados de valores para financiar su propia actividad

intermediadora, además de reforzar su capital social y demás modalidades de recursos propios externos. Por este motivo, la línea vertical que une ambas clases de instituciones del sistema financiero tiene flechas en los dos sentidos.

• Las entidades bancarias también pueden participar indirectamente en los mercados de valores a través de algunos de los tipos de inversores institucionales. A su vez, estos inversores pueden tener colocados parte de sus fondos en las entidades bancarias en forma de depósitos. Nuevamente, esta realidad se representa en el esquema 1 con flechas en ambas direcciones.

• Algunos inversores institucionales acuden al mercado de valores para financiarse, por ejemplo captando nuevos accionistas, además de invertir.

• Por último, algunos inversores institucionales pueden conceder financiación directamente o, en todo caso, financiar créditos.

¿Quién regula y supervisa los mercados financieros en España?

Todos los sistemas financieros son objeto de regulación y supervisión. Se consideran órganos reguladores las instituciones competentes para dictar normas jurídicas con incidencia directa en el sistema. Tanto la pertenencia de España a la Unión Europea como el desarrollo del estado de las autonomías justifican hablar de tres niveles distintos de regulación financiera, dos de ellos de ámbito general, en el sentido de que el alcance de dicha regulación afecta en principio a todo el territorio nacional, mientras que el tercero se refiere a las comunidades autónomas (CCAA), en las materias de su competencia y para sus respectivos territorios.

Los dos órganos supervisores españoles de ámbito nacional que cuentan con entidad propia, más o menos autónoma, son el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), ya que las entidades aseguradoras y los fondos de pensiones son supervisados por la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP), integrada dentro del Ministerio de Economía y Competitividad (MEC).

¿Qué es el Banco de España?

El Banco de España[3] es el supervisor tanto de las entidades de crédito y de otras entidades financieras españolas, como, en colaboración con la CNMV, del mercado secundario de valores más activo, el de deuda pública. Desde la introducción del euro el 1 de enero de 1999 el Banco de España constituye además el pilar nacional de la política monetaria única. Algunas de las principales funciones del Banco de España aparecen recogidas en la tabla 1.

Tabla 1. Funciones del Banco de España (selección)

Definir y ejecutar la política monetaria del área euro.	Poseer y gestionar las reservas de divisas y metales preciosos no transferidas al BCE.
Realizar operaciones de cambio de divisas.	Promover el buen funcionamiento y estabilidad del sistema financiero y de los sistemas de pagos nacionales.
Emitir los billetes de curso legal.	Prestar los servicios de tesorería y agente financiero de la deuda pública.
Supervisar las entidades de crédito y otras entidades y mercados financieros.	Elaborar y publicar las estadísticas relacionadas con sus funciones y asistir al BCE en la recopilación de la información estadística.

Fuente: elaboración propia.

¿Qué es la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)?

La CNMV[4] es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantas personas físicas o jurídicas se relacionan en los mismos. El detalle de sus funciones aparece recogido en el esquema 2, pero se pueden resumir diciendo que el objetivo de la CNMV es velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y la correcta formación de precios, así como la protección de los inversores. La actuación de la CNMV se proyecta principalmente sobre las sociedades que emiten u ofrecen valores para ser colocados de forma pública, sobre los mercados secundarios de valores y sobre las empresas que prestan servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva. Sobre estas últimas, así como sobre los mercados secundarios de valores, la CNMV ejerce una supervisión prudencial, que garantiza la seguridad de sus transacciones y la solvencia del sistema.

Esquema 2. Funciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

• Supervisión, inspección y potestad sancionadora de:	• Mercados de valores. • Actividad de quienes se relacionan con el tráfico de valores.
• Velar por y promover difusión de información necesaria para:	• Transparencia de mercados de valores. • Correcta formación de precios. • Protección de los inversores.
• Asesorar en materias sobre mercados de valores:	• Gobierno. • Ministerio Economía y Hacienda. • Comunidades autónomas.
• Proponer medidas o disposiciones sobre mercados de valores.	
• Elaborar y publicar informe anual.	• Actuación CNMV. • Situación general de mercados de valores.

Fuente: *Guía del Sistema Financiero español.* Afi.

¿Qué son las Empresas de Servicios de Inversión (ESI)?

Para poder comprar y vender activos y derivados financieros es necesario hacerlo a través de entidades autorizadas para realizar servicios de inversión. Que estén autorizadas implica que se trata de entidades sujetas al cumplimiento de los requisitos de solvencia y normas de conducta diseñados para proteger al inversor. Tanto la CNMV como el Banco de España supervisan que estas entidades cumplan con las exigencias legales. Pues bien, las Empresas de Servicios de Inversión (ESI) son aquellas autorizadas para realizar diversas actividades relacionadas con los mercados de valores y dirigidas tanto a los inversores como a las empresas que emiten valores. Algunas actividades y servicios pueden ser prestados por todas ellas y algunas están limitadas a algún tipo de ESI.

¿Qué tipos de ESI existen en España?

Actualmente existen cuatro tipos de ESI en nuestro país:

1. Las sociedades de valores (SV),que pueden ofrecer todo tipo de servicios de inversión. En particular, se debe destacar que estas empresas están autorizadas para operar tanto por cuenta de clientes como por cuenta propia.
2. Las agencias de valores (AV)no pueden operar por cuenta propia. Solo pueden tramitar órdenes de compra o venta de valores por cuenta de sus clientes. Esta prohibición limita las actividades que pueden realizar y los servicios que pueden ofrecer (por ejemplo, no pueden conceder créditos o préstamos a los inversores).
3. Las sociedades gestoras de carteras (SGC). Estas entidades solo están autorizadas a gestionar carteras de inversión de acuerdo con los mandatos expresos que les den los inversores y a ofrecer asesoramiento tanto a empresas como a inversores.
4. Las empresas de asesoramiento financiero independiente (o EAFI)[5], que son aquellas personas físicas o jurídicas que exclusivamente pueden realizar un asesoramiento en materia de inversión, entendiéndose por tal la prestación de recomendaciones personalizas a un cliente, a petición de este o por iniciativa de la EAFI, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros.

Es importante señalar que las entidades de crédito (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito), aunque no sean ESI, pueden realizar todos los servicios y actividades propias de las ESI, siempre que así se recoja en su régimen jurídico, sus estatutos y tengan una autorización específica (otorgada por el Banco de España).

Una cuestión que se debe tener presente a la hora de elegir una entidad con la que operar y a través de la cual invertir es que no todas las entidades tienen acceso directo a los mercados de valores. En cada mercado suele limitarse el acceso directo a unas entidades que tienen una autorización especial y que cumplen con unos requisitos específicos impuestos por el mercado. En el caso de las bolsas de valores, solamente aquellas entidades que tienen la condición de «miembros del mercado» están autorizadas a comprar y vender directamente en las bolsas correspondientes. Esto no quiere decir que solo se pueda realizar una compra o venta de valores a través de un miembro del mercado. Las órdenes también pueden ser tramitadas a través de entidades que no sean miembros. Estas entidades se encargarán de transmitir sus órdenes de compra o venta a los miembros de los mercados, que serán quienes las ejecuten. Una vez realizada la operación en el mercado, el miembro de la Bolsa que la haya tramitado la comunicará a la entidad con la que se opera.

¿Qué servicios pueden prestar las ESI a los inversores?

Las actividades o servicios de las ESI dirigidos a los inversores son los siguientes:

- Recibir, transmitir y ejecutar órdenes de compra y venta de bonos, acciones y otros productos en los mercados de valores por cuenta de sus clientes.
- Gestionar el patrimonio o la cartera de los inversores que les hayan dado un mandato para ello.
- Actuar como intermediarios cuando las empresas realizan emisiones de acciones o de bonos u obligaciones, y cuando llevan a cabo ofertas públicas de venta de valores, poniendo en conocimiento de los inversores estas emisiones y ofertas, de forma que puedan comprar si lo desean.
- Ser depositarios y administradores de valores y productos financieros de los ahorradores.
- Conceder créditos o préstamos a los inversores para que estos puedan realizar las operaciones en las que interviene esa ESI.
- Asesorar a empresas e inversores.

Es importante destacar que no todas las empresas de servicios de inversión están autorizadas para realizar todas las actividades, sino solo una parte de ellas (por ejemplo las EAFI), así como que otro tipo de entidades (por ejemplo los bancos), sin ser ESI, pueden prestar estos servicios.

Tabla 2. Mapa de actividades de las Empresas de Servicio de Inversión

Servicios de Inversión	**Actividad realizable por**			
	SV	**AV**	**SGC**	**EAFI**
Recepción y transmisión de órdenes de clientes.		sí	no	no
Ejecución de órdenes por cuenta de clientes.		sí	no	no
Negociación por cuenta propia.		no	no	no
Gestión de carteras.		sí	sí	no
	sí			
Colocación de instrumentos financieros.		sí	no	no
Aseguramiento de emisión o colocación de instrumentos financieros.		no	no	no
Asesoramiento en materia de inversión.		sí	sí	sí
Gestión de sistemas multilaterales de negociación.		sí	no	no

Servicios auxiliares

Custodia y administración por cuenta de clientes de instrumentos financieros.		sí	no	no
Concesión de créditos o préstamos a inversores.		no	no	no
Asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines. Asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas.		sí	sí	sí
Servicios relacionados con operaciones de aseguramiento de emisiones o de colocación de instrumentos financieros.	sí	sí	no	no
Elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones en instrumentos financieros.		sí	sí	sí
Servicios de cambio de divisas relacionados con la prestación de servicios de inversión.		sí	no	no
Servicios de inversión y auxiliares referidos al subyacente de los derivados no financieros.		sí	no	no

Fuente: Afi.

¿Qué es el Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN) y cuál es su finalidad?

Uno de los requisitos obligatorios para las Empresas de Servicios de Inversión es contar con un sistema de indemnización de los inversores no profesionales para los casos en que aquellas sean declaradas insolventes. Tanto las sociedades y agencias de valores como las sociedades gestoras de cartera deben adherirse a un fondo de garantía de inversiones. En el caso de España, este es el Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN)[6], que tiene como finalidad ofrecer a los clientes de las sociedades de valores, de las agencias de valores y de las sociedades gestoras de carteras una indemnización en caso de que alguna de estas entidades entre en concurso de acreedores o en declaración de insolvencia. Si como consecuencia de alguna de estas situaciones, algún cliente no pudiera obtener la devolución o entrega del efectivo y valores confiados a dicha Empresa de Servicios de Inversión, entonces el FOGAIN indemniza a estos clientes con un máximo de 100.000 euros[7]. Por último, señalar que el FOGAIN también cubre a los clientes de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) que hayan confiado a unas de estas entidades valores y efectivo para la gestión de carteras, siempre que respecto de una de estas entidades se dé una de las situaciones de insolvencia comentadas al principio.

¿Cómo se financia el FOGAIN?

El FOGAIN se financia fundamentalmente con las aportaciones anuales que realizan las entidades adheridas. Otras fuentes de financiación son los ingresos financieros que obtiene de su patrimonio, así como las cantidades que puede recuperar en el ejercicio de los derechos en los que se subroga como consecuencia del pago de indemnizaciones a los inversores.

¿Qué es un «chiringuito financiero»?

Con la expresión coloquial «chiringuitos financieros» se denomina a aquellas personas o sociedades que ofrecen servicios de inversión sin estar autorizadas para ello. Por tanto, la expresión correcta sería «empresas no autorizadas» o «no registradas». Al no haber sido autorizadas, nadie conoce si disponen de capital suficiente, si su organización o medios son adecuados, si cumplen los criterios de honorabilidad, etc. Por tanto, no ofrecen ninguna garantía a los inversores; es decir, según veíamos en la pregunta anterior, las operaciones realizadas a través de un «chiringuito financiero» no se benefician del FOGAIN. Además, al no estar registrados ni en la CNMV ni en el Banco de España, eluden los controles a los que se encuentran sometidos las entidades legales, por lo que la desprotección del inversor es total.

En general, los «chiringuitos financieros» utilizan como principal argumento de captación de clientes la promesa de obtener rentabilidades elevadas, superiores a las que están ofreciendo las demás empresas legales y el mercado en general en ese momento. Las tácticas que utilizan para la captación de clientes se suelen caracterizar por su insistencia y presión para la toma de decisiones. Sus operaciones se definen por su irregularidad, ofreciendo inversiones exóticas y sofisticadas que no justifican a los clientes y que, en muchos casos, desembocan en la pérdida de los ahorros que les fueron confiados. No son capaces ni tienen intención de conseguir los resultados tan positivos que habían prometido, y cuando no pueden justificar las pérdidas mediante argumentos legales, desaparecen o cambian su denominación.

Tabla 3. Pistas que ayudan a detectar un «chiringuito financiero» según la CNMV

El primer dato que le debe llevar a desconfiar es precisamente que le hagan una propuesta de inversión con expectativas de una rentabilidad muy elevada, por encima de las que están ofreciendo los productos tradicionales en el mercado en ese momento. La forma en que se desarrolla su relación con clientes potenciales también puede ofrecer pistas que ayudan a detectar un «chiringuito financiero». Las detallamos a continuación:

- Los comerciales suelen tener una especial habilidad para dar credibilidad a las ofertas de inversión, dando apariencia de dominio y manejando palabras técnicas de los mercados de valores sin explicarlas con claridad.
- Al hablar de la inversión no suelen dar importancia al factor riesgo, que consideran como coyuntural y reducido en relación con las ganancias que se pueden obtener.
- Insisten en que la inversión debe realizarse cuanto antes, con la justificación de que la oportunidad existe en ese preciso momento y es única.
- Tratan de dotar a la relación que establecen con el cliente potencial de un nivel de confianza inusual para ser una persona en principio desconocida, y si notan resistencia pueden adoptar técnicas de presión.

Los «chiringuitos financieros» también son reconocibles por su particular manera de actuar. Suelen exigir que el dinero se deposite en una cuenta corriente a nombre de una sociedad extranjera, normalmente desconocida tanto por el potencial cliente como por las autoridades de esos terceros países. Las inversiones que ofrecen suelen estar localizadas en mercados extranjeros, generalmente desconocidos, en los que invierten en productos financieros sofisticados, y no informan claramente al inversor sobre la evolución de las inversiones.

Manténgase alerta ante estos indicios de entidad fraudulenta y recuerde que puede usted acudir a la CNMV o al Banco de España para comprobar si la entidad en cuestión se encuentra registrada y habilitada para prestar servicios de inversión.

Fuente: CNMV.

4
MATEMÁTICAS FINANCIERAS

Cualquier inversión financiera implica la realización de una serie de cálculos vinculados a aspectos tan determinantes como el rendimiento, la rentabilidad, el riesgo, los costes, las comisiones, etc. En este capítulo se exponen una serie de conceptos matemáticos que tienen que ver con las inversiones financieras.

¿Qué es el rendimiento y qué es la rentabilidad?
El rendimiento es el beneficio obtenido de una inversión expresado en unidades monetarias, es decir, en términos absolutos (euros por ejemplo). Por su parte, la rentabilidad es la relación entre el rendimiento obtenido y el capital invertido, expresada en tanto por uno o en tanto por ciento (es decir, la rentabilidad se medie en términos relativos). Rendimiento y rentabilidad son, por tanto, conceptos financieros estrechamente relacionados, pero con un significado diferente. En efecto, mientras el rendimiento indica el incremento (o disminución) de riqueza en unidades monetarias experimentado por el inversor, la rentabilidad es una medida de la «eficiencia» del capital invertido, permitiendo, al ser una magnitud adimensional, realizar comparaciones. De hecho, la rentabilidad es el parámetro más utilizado a la hora de medir el beneficio que se ha obtenido, o se espera obtener, en una inversión.

En los dos ejemplos de la tabla 1 observamos que la inversión B ha obtenido el doble de rendimiento (400 euros, frente a 200 de la inversión A), pero con cuatro veces más de capital (4.000, frente a 1.000), lo que implica la mitad de rentabilidad (un 10% frente a un 20%).

Tabla 1. Rendimiento y rentabilidad de dos inversioness

Concepto	Inversión A	Inversión B
Rendimiento	200	400
Inversión	1.000	4.000
Plazo	1 año	1 año
Rentabilidad	**20%**	**10%**

Fuente: elaboración propia.

Como luego se comentará, es habitual que, a efectos comparativos, la rentabilidad se exprese en base anual, independientemente de que el plazo de inversión sea superior o inferior a un año.

¿Qué son la rentabilidad y el rendimiento real?

La rentabilidad y el rendimiento real son los obtenidos en términos de poder adquisitivo del inversor, es decir, teniendo en cuenta la inflación. Así, partiendo de una rentabilidad o de un rendimiento nominal, para obtener la rentabilidad y el rendimiento real se le resta la tasa inflación sufrida durante el plazo de la inversión.

Rentabilidad real = rentabilidad nominal – tasa de inflación

En la tabla 2 se recogen varios ejemplos que ilustran el efecto negativo que tiene la inflación sobre la rentabilidad real. Así, en casos como el B y el D, por muy alta que sea la rentabilidad nominal, el crecimiento de los precios al consumo (la inflación) provoca que se sufran pérdidas en términos reales, es decir, que la revalorización de la inversión no compense el encarecimiento de los bienes y servicios que se consumen. Se puede comprobar también que, en contextos de baja inflación (el caso C) es más fácil obtener una mayor rentabilidad real.

Tabla 2. Rentabilidad nominal y real

Concepto	Inversión A	Inversión B	Inversión C	Inversión D
Rentabilidad nominal	5%	6%	4%	3%
Inflación	3%	8%	1%	7%
Rentabilidad real	2%	-2%	3%	-4%

Fuente: elaboración propia.

¿Cómo se calcula la rentabilidad?

Como hemos comentado, la rentabilidad es la medición del rendimiento teniendo en cuenta el capital utilizado para conseguirlo. En consecuencia, está claro que en su cálculo deben intervenir sendas variables, relativizándolas:

Rentabilidad = rendimiento / capital invertido [8]

¿Cómo se expresa la rentabilidad? ¿Qué significa el término «anualizado»?
Es habitual que la rentabilidad se exprese en porcentaje, en concreto en «tanto por ciento (%)». Así, si a partir de un capital de 500 euros se obtiene un rendimiento de 42 euros, la rentabilidad es:

42 / 500 = 0,084, que expresado en tanto por ciento es: 8,4%

Los tipos de interés suelen expresarse en base anual o de forma anualizada, es decir, suponiendo la rentabilidad que se obtendría si la inversión tuviera un plazo de un año, independientemente del verdadero plazo de la misma. Así, en el caso anterior, no sabemos si esa rentabilidad del 8,4% (rendimiento de 42 euros) se ha obtenido en un mes, en un trimestre o en un año. Como ejemplo adicional, podemos analizar la siguiente expresión: «He invertido en un depósito bancario que ofrece una rentabilidad del 5% a 3 meses». Aunque el vencimiento del depósito sea inferior a un año (3 meses), el tipo de interés está expresado en base anual. Así, al vencimiento, el depósito no pagará un 5% de la inversión; solo lo haría si el depósito tuviera un plazo de un año. Al ser de 3 meses, es decir, una cuarta parte del año, pagará un cuarta parte de ese 5%, es decir, un 1,25% del capital invertido.

¿Qué es un tipo de interés?

El tipo de interés es posiblemente la variable fundamental en toda inversión financiera. Se puede definir como el precio o remuneración que se obtiene por prestar durante un determinado periodo de tiempo una cantidad de dinero. Como ya hemos señalado, se expresa en base anual y en porcentaje, normalmente con dos o tres decimales.

Un concepto más: punto básico (pb), o *basis point,* que es una centésima de punto porcentual, es decir, una diezmilésima o, lo que es lo mismo, un 0,01%. Así, es habitual oír que «el BCE ha elevado los tipos de interés en 25 pb», al subirlos del 2,0% al 2,25%, o que «el objetivo de rentabilidad de este fondo de inversión es Euribor más 50 pb», es decir, conseguir un 0,50% por encima del Euribor.

¿Cómo se calcula el rendimiento?

El cálculo del rendimiento de una inversión se calcula multiplicando el tipo de interés nominal por el capital invertido:

Rendimiento = capital invertido × tipo de interés nominal

Puesto que, como hemos señalado, lo más habitual es que el tipo de interés esté expresado en base anual, se debe introducir el plazo de la inversión en fracción de año. Así:

Rendimiento = capital invertido × tipo de interés nominal (anual) ×
× plazo (en base anual)

En la tabla 3 se recogen algunos ejemplos.

Tabla 3. Cálculos de rendimientos

Concepto	Inversión A	Inversión B	Inversión C	Inversión D
Capital	100	100	100	200
Tipo de interés (nominal)	5%	5%	5%	3%
Plazo	3 meses	6 meses	12 meses	5 meses
Plazo (en años)	0,25 años	0,50 años	1 año	0,4167 años
Rendimiento	1,25	2,5	5	2,5

Fuente: elaboración propia.

El cálculo del rendimiento de la inversión D es el siguiente:

Rendimiento = capital x tipo de interés x plazo
Rendimiento = 200 × 3% × 5/12 = 200 × 0,03 × 0,4167 = 2,5

En este caso, remarcar que 5 meses equivalen a 0,4167 años (5/12) igual que 3 meses a 0,25 años (3/12).

¿Qué es el tipo de interés equivalente?

Ya hemos comentado la diferencia entre rentabilidad y rendimiento nominal y entre rentabilidad y rendimiento real. Por términos nominales entendemos aquel que se consigue al aplicar el tipo de interés o la tasa de rentabilidad al capital invertido. Este tipo o tasa es el denominado «tipo de interés nominal», que es el conocido por todos y el que con más frecuencia se utiliza (cuya denominación se acorta a «tipo de interés»). Ya se ha dicho que lo habitual es que se exprese en base anual, independientemente de que el plazo de la inversión sea inferior o superior a un año. Surge aquí el concepto de tipo de interés equivalente anual, que es el tipo de interés teórico a un año que resulta de aplicar tantas veces como sean necesarias para completar un año un tipo de interés nominal a un plazo inferior.

Pongamos un ejemplo de un depósito contratado por 1.000 euros que, con un plazo a 5 meses, ofrece una remuneración del 4%. De nuevo, debemos remarcar que este tipo de interés está expresado en base anual y que es un tipo nominal, es decir, el que se aplica para el cálculo de intereses siguiendo la fórmula ya comentada:

$$\text{Rendimiento} = 1.000 \times 0,04 \times 5/12 = 16,67 \text{ euros}$$

Es decir, al vencimiento, el depósito generará unos intereses de 16,67 euros.

¿Qué es el tipo de interés equivalente? Aquel que se obtendría si, vencido el depósito, se pudiera contratar otro en idénticas condiciones de plazo y tipo de interés nominal, y por el importe inicial más los intereses generados. Y, al cabo de esos 5 meses, otra vez, aunque, en este caso, es obvio que solo durante 2 meses[9].

Está claro que este tipo de interés equivalente es una ficción por dos motivos. Primero, porque las condiciones de la inversión (en este caso un depósito) son solo para 5 meses. Y segundo, porque aun suponiendo que se pudiera reinvertir, se tendría que hacer por el capital más los intereses.

¿Para qué se utiliza el tipo de interés equivalente? Para poder hacer comparaciones, ya que, como hemos dicho, existe la convención de expresar todas las rentabilidades en base anual. Como hemos comprobado, el tipo de interés nominal es siempre igual o inferior al tipo de interés equivalente. El hecho de que este sea superior implica que es el que habitualmente se expone en las ofertas comerciales. Pero, ¡atención!, que a la hora de calcular los intereses, no solo tendremos que tener en cuenta el plazo de la inversión, sino utilizar el tipo nominal (el que aparece en la «letra pequeña») y no el equivalente anual (el que aparece «en grande»).

¿Qué es el tipo de interés efectivo?

La frecuencia con la que se liquidan los intereses resulta un determinante clave de la rentabilidad efectiva de una inversión. Así, dado un determinado tipo de interés nominal, una mayor frecuencia de pagos, es decir, una mayor frecuencia de liquidación (semestral, trimestral, mensual, etc.) genera un mayor tipo de interés efectivo. Se denomina tipo de interés efectivo a aquel que se obtiene teniendo en cuenta la frecuencia de liquidación de interés y, además, y esto es muy importante, suponiendo que se reinvierten esos intereses a ese mismo tipo de interés nominal tantas veces como sea necesario hasta completar un año[10].

Si consideramos una inversión de 1.000 euros a un plazo de 1 año, con un tipo de interés nominal del 10% pero con liquidación de interés semestrales, a los 6 meses se cobrarán 50 euros (1.000 × 10% × 1/2 = 50). Seis meses después se cobrarán otros 50 euros. Si no se reinvierten los 50 euros cobrados al cabo de los primeros 6 meses, el capital final será de 1.100 euros (la misma cantidad que si la liquidación fuera anual). Pero si se reinvirtieran al 10% y por un periodo de 6 meses, se obtendrían 2,5 euros adicionales (1.050 × 10% × 1/2 = 52,5). Así pues, el hecho de aprovechar una mayor frecuencia de pago de intereses y reinvertir, generaría en este ejemplo un capital final de 1.102,5 euros, en lugar de 1.100, lo que implica obtener una rentabilidad del 10,25% en lugar del 10%.

Como ejemplo, a continuación se calculan tipos de interés efectivos a partir de un mismo tipo de interés nominal anual (5%), pero con frecuencia de liquidación anual (1 = año) y trimestral (4 = trimestres).

Tipo efectivo liquidación anual = (1 + 0,05)1 – 1 = 0,0500 = 5,00%

Tipo efectivo liquidación trimestral = [1 + (0,05/4)]4 – 1 = 0,0509 = 5,09%

Como puede observarse, a mayor frecuencia de liquidación, mayor tipo de interés efectivo.

¿Qué es la TAE?

La TAE, o tasa anual equivalente, tiene varias acepciones. Una de ellas, vinculada a los préstamos, mide el coste de la financiación incluyendo, además del tipo de interés, las comisiones y gastos que se soporten en la operación. Otro significado, en este caso asociado a la inversión, es la rentabilidad que se obtendría a partir de un tipo de interés nominal, en un plazo de 12 meses, si la liquidación de intereses se realiza con una frecuencia superior a la anual. En definitiva, el tipo efectivo comentado anteriormente.

¿Qué es la TIR?

La tasa interna de rentabilidad (TIR) mide la rentabilidad obtenida al vencimiento en base a todos los flujos financieros originados por la operación. Podríamos decir que es la rentabilidad aproximada de un instrumento de renta fija y que conocemos en el momento de su compra.

El supuesto básico, al igual que sucedía con el cálculo del tipo efectivo anual, es que todos los flujos intermedios se reinvierten a la misma TIR. La TIR es aplicada por el mercado para la valoración de activos de renta fija, siendo además una referencia muy importante para la comparación de las rentabilidades ofrecidas por instrumentos de inversión alternativos.

¿Qué es la rentabilidad acumulada?

Después de haber estado hablando de rentabilidad anualizada, entender el concepto de rentabilidad acumulada es muy sencillo, ya que mide la diferencia entre el capital final y el inicial. Esta forma de expresar una rentabilidad es relativamente habitual en las inversiones a un plazo superior a un año.

Veamos un ejemplo: un fondo de inversión que, al vencimiento, dentro de 3 años y 5 meses, devolverá un 114,75% del capital invertido. Es decir, que si se invierten 1.000 euros, al cabo del plazo se obtendrán 1.114,75 euros, lo que implica una rentabilidad acumulada del 14,75%.

Para calcular la rentabilidad anual utilizamos la siguiente fórmula:

$$\text{TAE} = (1 + \text{Rentabilidad acumulada})^{\frac{1}{\text{Plazo}}} - 1$$

$$\text{TAE} = (1 + 0{,}1475)^{\frac{1}{3{,}4167}} - 1 = 0{,}04109 = 4{,}109\%$$

La TAE de este fondo de inversión es 4,109%.

Como ya hemos comentado, tanto los tipos de interés como los plazos se expresan en años: 3 años y 5 meses equivalen a 3,4167 años.

¿Qué es la rentabilidad financiero fiscal?

La rentabilidad financiero fiscal (RFF) es la rentabilidad después de impuestos, esto es, la rentabilidad neta obtenida por el inversor después de cumplir con sus obligaciones fiscales. Se suele calcular restando a la rentabilidad nominal la tasa impositiva efectiva legalmente aplicable a los rendimientos obtenidos.

Rentabilidad financiero fiscal = rentabilidad nominal – tasa impositiva

A estos efectos, habrá que tener en cuenta:

1. La calificación fiscal de los rendimientos, bien como «rendimientos del capital mobiliario» o como «ganancia patrimonial», lo cual detallaremos más adelante según el tipo de activo financiero.
2. El plazo de generación, para determinar el tipo impositivo aplicable.
3. La existencia o no de retención fiscal a cuenta del IRPF.
4. La posible deducibilidad de gastos y comisiones.

¿Qué es el valor temporal del dinero?

Como es sabido, y está implícito en lo comentado hasta ahora, un euro de hoy no es lo mismo que un euro de dentro de tres meses, un año o cinco años. Y esto es así por múltiples motivos. Por un lado, porque todo el mundo prefiere tener dinero en su poder que tener un derecho de cobrarlo dentro de un determinado tiempo. Por otro, porque si hoy se cuenta con el dinero se puede invertir y obtener así un rendimiento extra. Además, porque debido a la inflación, un euro de dentro de un determinado período de tiempo permitirá comprar menos bienes y servicios que hoy. Por último, porque puede suceder que quien nos tiene que entregar el euro en el futuro no pueda hacer frente al compromiso. Por estos y otros motivos es por lo que se dice que un euro de hoy no vale lo mismo que un euro en el futuro; es decir, que este vale menos o que, de forma resumida, el dinero tiene un valor temporal que es decreciente.

¿Cómo se calcula el valor temporal del dinero?

Una vez explicado el concepto de valor temporal del dinero, ahora necesitamos un método o función que permita calcular equivalencias financieras, esto es, ¿a cuántos euros de hoy equivalen 1.000 euros de dentro de un año, o 3.000 euros de hace 5 años? Esta «calculadora» es el factor de descuento, siguiendo la siguiente ecuación:

Valor actual = valor futuro x factor de descuento

Mediante esta fórmula se pueden calcular valores actuales o, lo que es lo mismo, actualizar. De forma equivalente, es posible calcular valores futuros, que es lo que se denomina capitalizar:

Valor futuro = valor actual / factor de descuento

Por tanto, el factor de descuento es el parámetro que permite calcular equivalencias financieras. Su fórmula se recoge en el anexo.

ANEXO. FORMULACIÓN

- Tipo equivalente anual:

$$\text{Tipo equivalente anual} = (1 + \text{Tipo nominal} \times \text{Plazo})^{\frac{1}{\text{Plazo}}} - 1$$

- Tipo de interés efectivo:

$$\text{Tipo efectivo} = \left(1 + \frac{\text{Tipo nominal}}{\text{Frecuencia}}\right)^{\text{Frecuencia}} - 1$$

«Frecuencia» hace referencia al número de liquidaciones por año, es decir, 12 si liquida mensualmente, 4 si lo hace trimestralmente, 2 semestralmente, etc.

- TIR (Tasa Interna de Rentabilidad):

$$\sum_{i=0}^{n} \frac{FC_i}{(1 + TIR)^i} = 0$$

Cuando el período (k) en el que se generan los flujos es inferior al año, se calcula la TIR anualizada (TIRa) a través de la fórmula:

$$TIR_a = (1 + TIR_k)^k - 1$$

- Factor de descuento:

$$\text{Factor de descuento} = \frac{1}{1 + \text{tipo de interés} \times \text{plazo}}$$

Si el plazo es inferior a 12 meses.

$$\text{Factor de descuento} = \frac{1}{(1 + \text{tipo de interés})^{\text{plazo}}}$$

Si el plazo es superior a 12 meses[11].

Por tanto, el cálculo de un valor actual se realiza aplicando la siguiente fórmula (para plazos inferiores a 12 meses):

$$\text{Valor actual} = \text{Valor futuro} \times \frac{1}{1 + \text{tipo de interés} \times \text{plazo}}$$

Ejemplo: el valor actual de 2.000 euros de dentro de 3 meses, aplicando un tipo de interés del 5%, es de 1.975,31 euros. Es decir, para nosotros es equivalente disponer hoy de 1.975,31 euros o de 2.000 euros dentro de 3 meses. ¿Por qué hemos elegido un tipo de interés del 5%? Por los motivos que exponíamos antes: preferencia por tener hoy el dinero, coste de oportunidad, riesgo de inflación, riesgo de impago, etc., que englobamos en un único concepto, que es el tipo de interés (5%), y que aplicado al plazo (3 meses), resulta un factor de descuento de 0,987654.

$$\text{Valor actual} = \text{Valor futuro} \times \frac{1}{1 + \text{tipo de interés} \times \text{plazo}} =$$

$$= 2.000 \times \frac{1}{1 + 0{,}05 \times 3/12} = 1.975{,}31$$

Para plazos superiores a 12 meses:

$$\text{Valor actual} = \text{Valor futuro} \times \frac{1}{(1 + \text{tipo de interés})^{\text{plazo}}}$$

5
FISCALIDAD

Para conseguir una buena rentabilidad, tan importante como elegir los mejores productos de inversión es realizar una adecuada planificación fiscal. Así pues, con el objetivo de que el lector pueda entender la carga tributaria que soportan las personas físicas residentes, ya sea por la mera tenencia o por el rendimiento o interés generado por los diferentes activos financieros comercializados en España, a continuación revisamos las principales características de los impuestos involucrados. En concreto, el Impuesto sobre la Renta de la Personas Físicas (IRPF) y el Impuesto sobre el Patrimonio (IP), pero nos centraremos en aquellas cuestiones que permiten desarrollar la función de planificación patrimonial siguiendo el ciclo evolutivo de la renta o riqueza: generación, posesión y transmisión, con especial atención a la fiscalidad del ahorro en sus distintas modalidades.

Este capítulo pretende ofrecer una visión práctica y sistemática de ambos impuestos. No trataremos la normativa autonómica ni las especialidades previstas para Canarias, Ceuta y Melilla; tampoco se contempla el régimen foral (aplicable en la comunidad autónoma del País Vasco y en la comunidad foral de Navarra) y se evitan, en la medida de lo posible, aquellos aspectos de aplicación coyuntural. Para quienes deseen profundizar en sendos impuestos, al final de cada capítulo encontrarán información fiscal detallada de cada producto de inversión.

¿Qué es el IRPF?

El Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) es un tributo que grava las rentas obtenidas a lo largo del año natural por las personas físicas residentes, es decir, por el contribuyente o «sujeto pasivo», de acuerdo con sus circunstancias personales y familiares, y con independencia del lugar donde se hubiesen producido (dentro o fuera de España). Es lo que se denomina «hecho imponible».

Tabla 1. Características básicas del IRPF

Hecho imponible	Obtención de renta (en cualquier país) por el sujeto pasivo durante el periodo impositivo (del 1 de enero al 31 de diciembre).
Sujeto pasivo	Personas físicas residentes en España.
Categorías de rentas	Rendimientos del trabajo. Rendimientos del capital mobiliario. Rendimientos del capital inmobiliario. Rendimientos de actividades económicas. Ganancias y pérdidas patrimoniales. Imputaciones de renta.
Deducciones y reducciones	Mínimo personal y familiar, deducción por adquisición de vivienda, reducción por aportación a planes de pensiones, etc.
Gravamen	Renta general (rendimientos del trabajo, del capital inmobiliario, de actividades económicas, imputaciones de renta, ganancias patrimoniales no procedentes de transmisiones patrimoniales y procedentes de transmisiones patrimoniales cuando el periodo de generación sea menor o igual a un año, y algunos rendimientos del capital mobiliario): tipo progresivo. Renta del ahorro (rendimientos del capital mobiliario y ganancias patrimoniales procedentes de transmisiones de elementos patrimoniales cuando el periodo de generación sea superior a un año): tipo progresivo del 21% hasta 6.000 euros, del 25% desde 6.000,01 hasta 24.000 euros y del 27% para el exceso sobre dicha cantidad.
Retenciones o ingresos	Renta general: porcentaje variable.

a cuenta	Renta del ahorro: 21%.
Devengo	31 de diciembre.
Liquidación (obligación de pago)	De mayo a junio del año siguiente al de obtención de las rentas.

¿Qué categorías de rentas comprende el IRPF?

En función de sus fuentes de generación, la norma clasifica las rentas en las siguientes categorías:

1. Rendimientos del trabajo (por ejemplo, retribuciones salariales, pero también prestaciones procedentes de planes de pensiones o seguros colectivos).
2. Rendimientos del capital, tanto mobiliarios (por ejemplo, dividendos, intereses, etc.) como inmobiliarios (alquileres).
3. Rendimientos de actividades económicas.
4. Ganancias y pérdidas patrimoniales (derivadas de ventas de inmuebles, acciones, etc. pero, también, de premios o subvenciones).
5. Imputaciones de renta establecidas por ley (imputación de rentas inmobiliarias por inmuebles no explotados, entidades en régimen de atribución de rentas, transparencia fiscal internacional, derechos de imagen e instituciones de inversión colectiva en paraísos fiscales).

Esquema 1. Fuentes de generación de rentas en el IRPF

Rendimientos del trabajo
Rendimientos del capital: mobiliarios e inmobiliarios.
Rendimientos de actividades económicas.
Ganancias y pérdidas por transmisión y sin transmisión de elementos patrimoniales.
Imputaciones de renta.

Fuente: elaboración propia.

¿Qué es el mínimo personal y familiar?
Es la parte de la renta obtenida que no tributa porque la norma entiende que está destinada a cubrir las necesidades vitales del contribuyente y de las personas que de él dependen. Se obtiene sumando el mínimo que corresponde al contribuyente y los mínimos de los descendientes, de los ascendientes y por discapacidad (tanto del contribuyente como de los hijos y ascendientes que dependan de él). El mínimo personal es más elevado para los contribuyentes mayores de 65 años, incrementándose aún más para los mayores de 75 años. Además, aumenta en función del número de descendientes y de ascendientes que convivan con el contribuyente.

¿Qué es la renta general y la renta del ahorro?

A efectos del cálculo del impuesto, las rentas, en función de su origen, se clasifican en dos categorías: renta general y renta del ahorro, cuya integración y compensación dan lugar a las denominadas base imponible general y base imponible del ahorro.

Por tanto, el IRPF se divide en dos partes. Una es la renta general, formada por las rentas del trabajo, por los ingresos de empresarios y profesionales, por los alquileres de inmuebles, por las imputaciones de renta, por las ganancias y pérdidas de patrimonio que procedan de una transmisión con periodo de generación igual o inferior a un año y que no procedan de una transmisión y por algunos rendimientos del capital mobiliario (entre otros, los intereses de préstamos socio-sociedad o de entidades vinculadas si se sobrepasa cierto límite). La otra parte es la renta del ahorro, que abarca las ganancias y pérdidas de patrimonio que procedan de una transmisión con periodo de generación superior a un año y casi todos los rendimientos del capital mobiliario (ver esquema 2).

Esquema 2. Estructura del IRPF. Renta general y renta del ahorro

Renta general

Rendimientos del trabajo personal.
Rendimientos de actividades económicas.
Rendimientos del capital inmobiliario.
Algunos rendimientos del capital mobiliario: I) derivados de la cesión de capitales propios a entidades vinculadas y II) rendimientos del art. 25.4 de la Ley del IRPF (propiedad intelectual e industrial; prestación de asistencia técnica; arrendamiento de bienes muebles, negocios o minas y subarrendamientos, y cesión del derecho a la explotación de la imagen).
Imputaciones de rentas.

\+

Ganancias y pérdidas sin transmisión y con transmisión pero período de generación = o < 1 año.

Renta del ahorro

Rendimientos del capital mobiliario procedentes de:

- Participación en fondos propios de entidades.
- Cesión a terceros de capitales propios.
- Operaciones de capitalización.
- Contratos de seguro de vida o invalidez.
- Rentas que tengan por causa la imposición de capitales.

\+

Ganancias y pérdidas con transmisión y período de generación > 1 año.

Fuente: elaboración propia.

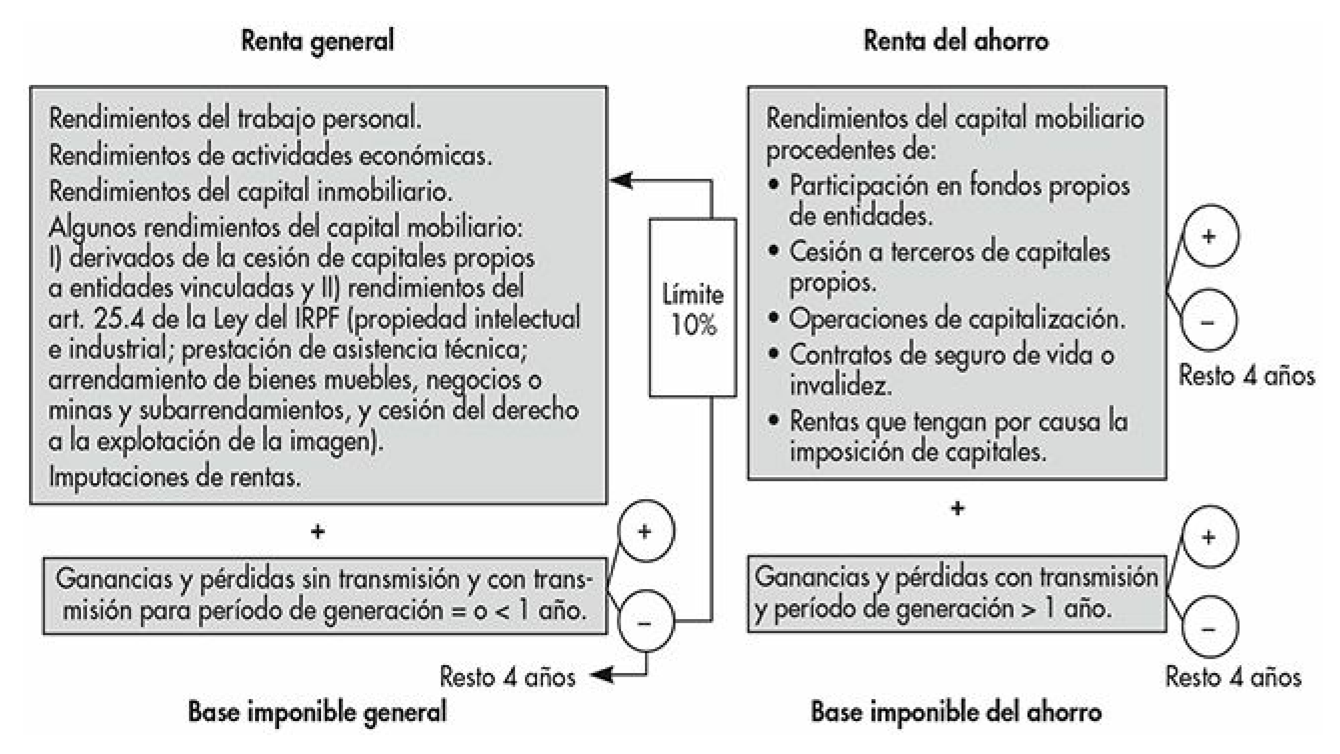
¿Qué es y cómo se calcula la renta neta?

La renta neta es aquella por la que se paga el impuesto. Se obtiene teniendo en cuenta los gastos necesarios para su obtención. Además, si el contribuyente ha sufrido pérdidas en sus inversiones (aunque se hayan producido en años anteriores), puede, dentro de determinados límites, compensarlas con las ganancias.

¿Qué es la base imponible?

La base imponible es el resultado de sumar las rentas netas positivas y negativas según su origen (del trabajo, del capital mobiliario, etc.), según su clasificación (renta general o renta del ahorro) y atendiendo a las reglas de compensación establecidas en la norma. A estos efectos se debe destacar aquella regla por la cual los rendimientos positivos del capital mobiliario no se pueden compensar con pérdidas derivadas de la transmisión de elementos patrimoniales y, al contrario, las ganancias derivadas de la transmisión de elementos patrimoniales nunca pueden compensarse con rendimientos negativos del capital mobiliario. Esto es, en el caso que un contribuyente obtenga una pérdida patrimonial por la venta de su participación en un fondo de inversión y a la vez hubiese obtenido intereses de cuentas corrientes, estas rentas nunca pueden ser compensadas entre sí.

Esquema 3. Estructura del IRPF. Base imponible general y base imponible del ahorro. Reglas de integración y compensación



Fuente: elaboración propia.

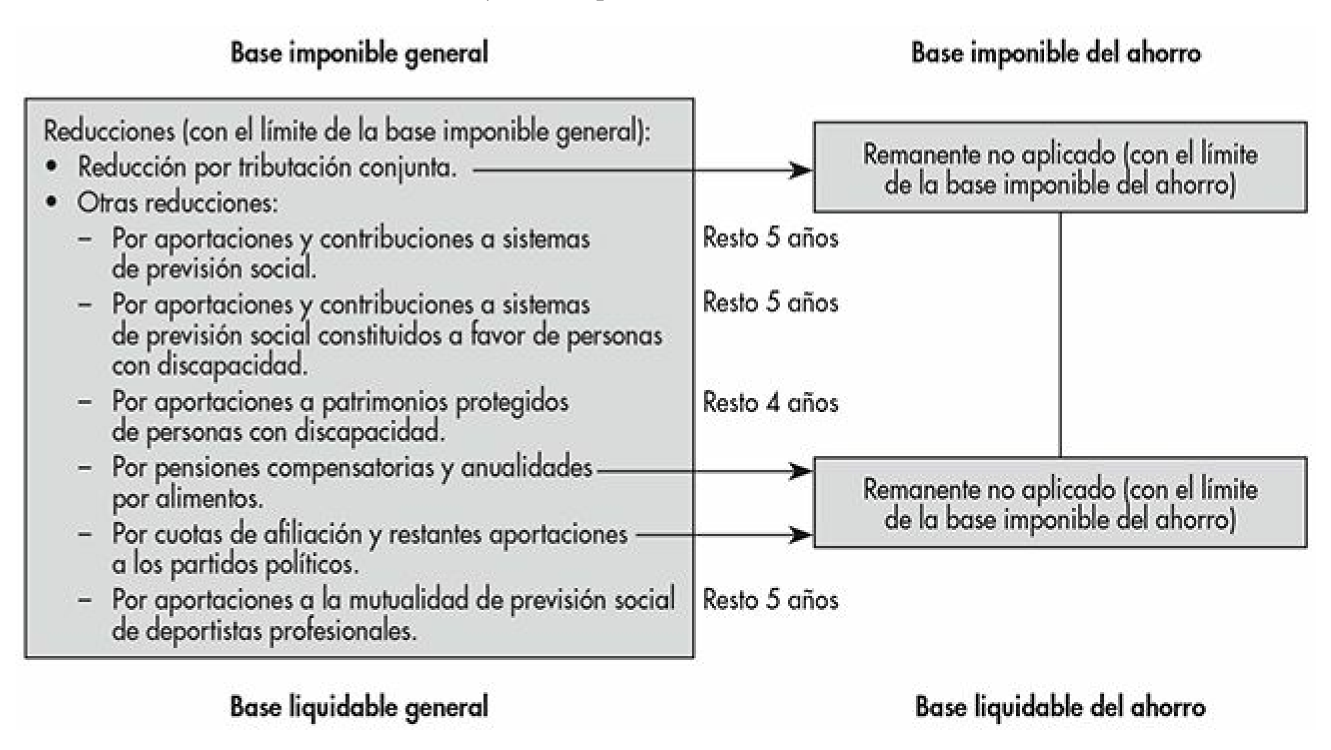
¿Qué son las exenciones y reducciones?

La personalización del impuesto se consigue no solo a través del mínimo personal y familiar, sino también mediante el establecimiento de exenciones (es decir, rentas que forman parte del hecho imponible, como las indemnizaciones por despido o las becas públicas, pero que no tributan) y reducciones. En concreto, algunos rendimientos que forman parte de la base imponible se reducen atendiendo a determinadas circunstancias que se quieren favorecer. Así, por ejemplo, en el caso de los rendimientos del trabajo, la reducción aplicable se va incrementando cuanto menores son los rendimientos, es decir, las personas que ganan menos se reducen una cantidad mayor. Además, hay otras reducciones que se aplican en principio sobre la base imponible general y que tienen que ver fundamentalmente con la protección de situaciones de dependencia y envejecimiento (aportaciones a planes de pensiones, mutualidades de previsión social, patrimonios protegidos de personas con discapacidad, etc.) y las pensiones compensatorias.

¿Qué es la base liquidable?

La base liquidable (general y del ahorro) es el resultado de practicar en la base imponible las reducciones.

Esquema 4. Estructura del IRPF. Base liquidable general y base liquidable del ahorro



Fuente: elaboración propia.

¿Qué son los rendimientos del trabajo?

Se consideran rendimientos del trabajo todas las contraprestaciones o utilidades, cualquiera que sea su denominación o naturaleza, dinerarias o en especie, fijas o variables, que deriven, directa o indirectamente, del trabajo personal o de la relación laboral o estatutaria y no tengan el carácter de rendimientos de actividades económicas.

Por tanto, se incluyen como rendimientos del trabajo no solo los sueldos y las prestaciones por desempleo, sino también las prestaciones de planes de pensiones, las indemnizaciones, las dietas a partir de cierta cantidad exenta, las retribuciones de los administradores

de sociedades, etc.

¿Qué son los rendimientos del capital mobiliario?

Los rendimientos del capital mobiliario se pueden definir como la totalidad de las contraprestaciones, cualquiera que sea su denominación o naturaleza, que provengan, directa o indirectamente, de elementos patrimoniales, bienes o derechos cuya titularidad corresponda al sujeto pasivo y que no se hallen afectos a una explotación económica realizada por él mismo (intereses, dividendos, cupones, etc.).

¿Qué son los rendimientos del capital inmobiliario?

Se consideran rendimientos del capital inmobiliario los derivados del arrendamiento de inmuebles rústicos y urbanos, así como los rendimientos derivados de la constitución o cesión de derechos o facultad de uso o disfrute sobre inmuebles rústicos o urbanos. En este caso, exclusivamente son deducibles los gastos necesarios para la obtención de ingresos, incluida la amortización de los inmuebles.

Por su parte, la deducción de los intereses y demás gastos de financiación, así como de los gastos de reparación y conservación se limita, como máximo, a la cuantía de los rendimientos íntegros obtenidos por la cesión de cada inmueble o derecho (importe del arrendamiento). Ello provoca que el rendimiento neto no pueda ser negativo por la deducción de los intereses y de los gastos de reparación o conservación exclusivamente, pero sí pueda serlo por la deducción de otros gastos, unidos o no a los intereses. Adicionalmente, existen reducciones generales y reducciones para casos especiales.

¿Qué son y cómo se calculan los rendimientos de actividades económicas?
Se consideran rendimientos de actividades económicas aquellos que, procediendo del trabajo personal y del capital conjuntamente, o de uno solo de estos factores, supongan por parte del contribuyente la ordenación por cuenta propia de medios de producción y de recursos humanos o de uno de ambos, con la finalidad de intervenir en la producción o distribución de bienes o servicios.

La determinación de los rendimientos de actividades económicas se puede llevar a cabo a través de los siguientes regímenes:

1. Estimación directa, que se aplica como régimen general y que admite dos modalidades: la normal y la simplificada. El objeto es fijar los rendimientos obtenidos mediante la aportación de documentos y datos consignados en libros contables y registrales.
2. Estimación objetiva de los rendimientos mediante el empleo de índices, signos o módulos establecidos por la Administración.

El rendimiento neto se determina según las normas del Impuesto sobre Sociedades (IS), es decir, ingresos menos gastos, sin perjuicio de las reglas especiales contenidas en la Ley del IRPF.

¿Qué son y cómo se calculan las ganancias y pérdidas patrimoniales?
Son ganancias y pérdidas patrimoniales las variaciones en el valor del patrimonio del contribuyente que se pongan de manifiesto con ocasión de cualquier alteración en la composición de aquel, salvo que por ley se califiquen como rendimientos. Como regla general, la ganancia o pérdida se calcula por la diferencia entre el valor de transmisión y el de adquisición.

Las ganancias y pérdidas patrimoniales se pueden generar como consecuencia de transmisiones onerosas (entregas patrimoniales en las que media contraprestación, como una compraventa), de transmisiones lucrativas (entregas en las que no hay contraprestación, como por ejemplo una donación), así como por la incorporación de bienes y derechos al patrimonio del contribuyente (por ejemplo un premio en el bingo).

Esquema 5. Forma de cálculo ganancias y pérdidas patrimoniales

Valor de transmisión (+)	
Transmisiones onerosas	***Transmisiones lucrativas***
(+) Importe real, mínimo valor de mercado (hay reglas especiales).	(+) Valor de transmisión de acuerdo con las reglas del ISD, máximo valor de mercado.
(-) Gastos y tributos satisfechos.	(-) Gastos y tributos satisfechos.
Valor de adquisición (–)*	
Adquisiciones onerosas	***Adquisiciones lucrativas***
(+) Importe real de adquisición x coeficiente de actualización.	(+) Valor a efectos del ISD x coeficiente de actualización.
(+) Inversiones y mejoras x coeficiente de actualización.	(+) Inversiones y mejoras x coeficiente de actualización.
(+) Gastos y tributos satisfechos x coeficiente de actualización.	(+) Gastos y tributos satisfechos x coeficiente de actualización.
(-) Amortizaciones x coeficiente de actualización.	(-) Amortizaciones x coeficiente de actualización.

* Los coeficientes de actualización se aplican exclusivamente sobre los bienes inmuebles.
Fuente: elaboración propia.

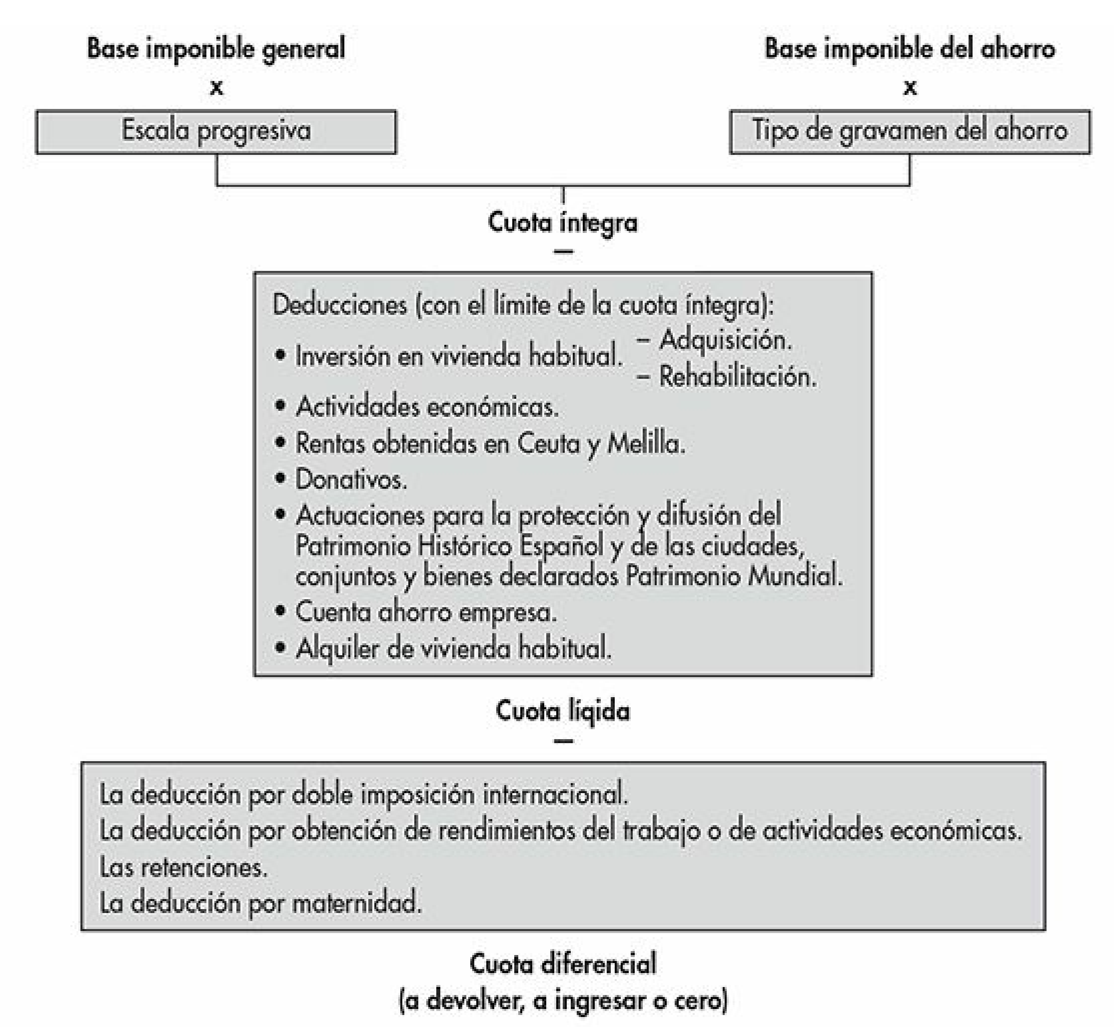
¿Qué son y cómo se calculan las imputaciones de renta?

La materialización de las imputaciones de renta como categoría fiscal se realiza incorporando, por una parte, rentas que la Ley del IRPF presume que se derivan de la titularidad de determinados bienes inmuebles urbanos y, por otra, haciendo tributar en el contribuyente socio o partícipe las rentas obtenidas a través de entidades interpuestas (transparencia fiscal internacional, cesión de derechos de imagen, IIC en paraísos fiscales y atribución de rentas).

¿Qué es y cómo se calculan la cuota íntegra y la cuota líquida?
La cuota íntegra es la cantidad que cada contribuyente debe pagar. En este punto, debemos señalar que un rasgo importante del IRPF es que se trata de un impuesto progresivo, ya que el porcentaje (tipo de gravamen) que se aplica a la base liquidable general (que exceda del mínimo personal y familiar) para determinar la cuota íntegra varía en forma más que proporcional a la variación de la renta que se grava (la base imponible). Es decir, no se paga lo mismo por todos los euros de renta, sino que se tributa más cuanto más se gana. Pero, atención, un aumento del tipo de gravamen no significa que se aplique a toda la base imponible, sino solo a la parte que tributa a ese tipo.

Una vez determinada la cuota íntegra, el siguiente paso es calcular la cuota líquida del impuesto. La cuota líquida es el resultado de practicar sobre la cuota íntegra las deducciones previstas legalmente.

Esquema 6. Estructura del IRPF. Cuota íntegra, cuota líquida y cuota diferencial

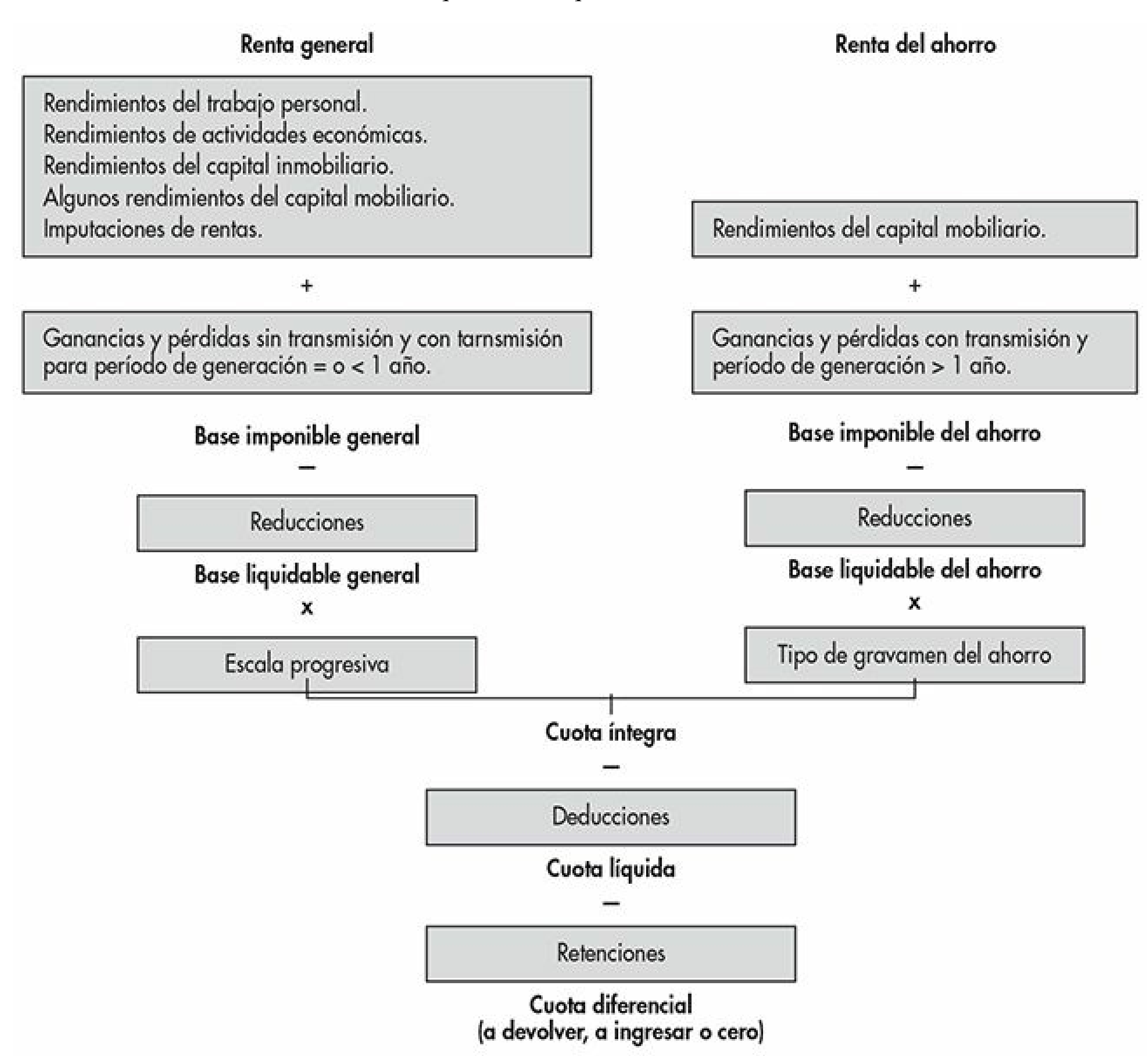


Fuente: elaboración propia.

Finalmente, la cuota diferencial (o resultado de la declaración) es el resultado de minorar la cuota líquida, entre otras, en la deducción por obtención de rendimientos del trabajo o de actividades económicas y las retenciones e ingresos a cuenta. Ha de tenerse en cuenta que el pago por IRPF se va adelantando a lo largo del año mediante las cantidades retenidas por los pagadores (empresa, entidad financiera, etc.). Por eso, al llegar el periodo de declaración en mayo-junio del siguiente ejercicio, se debe deducir todo lo que se ha ido pagando en concepto de retenciones.

Si tras esa resta resulta una cantidad positiva, el contribuyente debe ingresarla, pero si ha pagado de más (el resultado de la declaración es negativo), la Agencia Tributaria devuelve el exceso.

Esquema 7. Esquema del IPRF



Fuente: elaboración propia.

¿Qué es el Impuesto sobre el Patrimonio?

El Impuesto sobre el Patrimonio (IP) es un tributo que grava la propiedad de toda clase de bienes y la titularidad de derechos de contenido económico atribuibles a una persona física (residente[12] o no[13]) a 31 de diciembre de cada año. El IP no tiene en consideración las circunstancias personales o familiares del sujeto pasivo, pero sí contempla una serie de exenciones, entre las que destacamos las siguientes:

- El ajuar doméstico.
- Los derechos consolidados o económicos en planes de pensiones, mutualidades de previsión social, planes de previsión asegurados, planes de previsión social empresarial y seguros de dependencia.
- La vivienda habitual hasta un valor de 300.000 euros.
- Los bienes y derechos necesarios para el desarrollo de la actividad empresarial o profesional (cumpliendo ciertos requisitos).

¿Quién tiene que presentar declaración del Impuesto sobre el Patrimonio?

Están obligadas a presentar declaración del Impuesto sobre el Patrimonio las personas físicas en las que concurra alguna de las siguientes circunstancias:

- Su cuota tributaria resulte a ingresar.
- Cuando el valor de sus bienes o derechos (estén o no exentos y sin computar cargas, gravámenes, deudas u obligaciones) resulte superior a 2.000.000 de euros.

El Impuesto sobre el Patrimonio es un impuesto estrictamente individual. No cabe, por tanto, tributación conjunta.

En caso de matrimonio, habrá que tener en cuenta el régimen económico del mismo. Así, si el régimen económico es el de gananciales, los bienes, derechos, deudas y obligaciones se atribuirán por mitad a cada uno de los cónyuges, salvo que se justifique otra cuota de participación. Cuando no resulte debidamente acreditada la titularidad jurídica de los bienes o derechos, así como de las cargas, gravámenes, deudas y obligaciones, la Administración Tributaria tendrá derecho a considerar como titular a quien figure como tal en un registro fiscal u otros de carácter público.

¿Cómo se determina la base imponible del Impuesto sobre el Patrimonio?

La base imponible (o patrimonio neto) se determina por la diferencia entre el valor de los bienes y derechos no exentos y las cargas y gravámenes de naturaleza real, cuando disminuyan el valor de los respectivos bienes o derechos, y las deudas u obligaciones personales de las que deba responder su titular.

Los distintos bienes y derechos deben computarse aplicando las reglas específicas de valoración establecidas al efecto en la Ley del IP[14] en función de la naturaleza propia de cada elemento patrimonial (inmuebles, valores, seguros, etc.).

Las deudas se valoran por su importe nominal (no cabe, por tanto, incluir los intereses) y se descuentan globalmente del patrimonio bruto sin que exista límite en la cuantía deducible. Las cargas y gravámenes solo resultan deducibles hasta el importe del valor del bien sobre el que recaen y no cabe una valoración negativa.

¿Cómo se calcula la base liquidable del Impuesto sobre el Patrimonio?

La base liquidable es el resultado de restar de la base imponible el importe determinado por la ley en concepto de mínimo exento que, salvo que la comunidad autónoma en la que fuera residente el contribuyente hubiese regulado otra cuantía, actualmente está cifrado en 700.000 euros, sin que pueda resultar negativa como consecuencia de ello.

Esquema 8. Esquema de liquidación del IP

Patrimonio bruto (Valor total bienes y derechos)

+ Bienes inmuebles.
+ Negocios empresariales y profesionales.
+ Valores mobiliarios.
+ Seguros de vida.
+ Objetos de arte y antigüedades.
+ Derechos reales.
+ Derechos de propiedad intelectual o industrial.
+ Otros bienes y derechos.
– Bienes exentos.
– Cargas y deudas.

Base imponible (Patrimonio neto)

– Reducción por mínimo exento.

Base liquidable

Tipos de gravamen:
• Cuota integra.
• Reducción por límite conjunto con el IRPF.
• Deducción por impuestos satisfechos en el extranjero.
• Bonificación de la cuota en Ceuta y Melilla.

Fuente: elaboración propia.

¿Cómo se calcula la cuota del Impuesto sobre el Patrimonio?

Para hallar la cuota íntegra se debe aplicar a la base liquidable los tipos de gravamen que se establecen en la norma en base a una escala progresiva entre el 0,2% y el 2,5%, aunque las comunidades autónomas, en virtud de sus competencias, pueden aprobar la suya propia.

No obstante, la cuota íntegra del IP conjuntamente con la cuota del IRPF no puede exceder, para las personas físicas que tengan su residencia habitual en territorio español[15], del 60% de la suma de las bases imponibles de este último (general y del ahorro). Ahora bien, a estos efectos:

• No se tiene en cuenta la parte de la base imponible del ahorro derivada de ganancias y pérdidas patrimoniales que corresponda al saldo positivo de las obtenidas por las transmisiones de elementos patrimoniales adquiridos o de mejoras realizadas en los mismos con más de un año de antelación a la fecha de transmisión (IIC, acciones, derivados o inmuebles), ni la parte de la cuota íntegra del IRPF correspondiente a dicha parte de la base imponible del ahorro.

• Se suma a la base imponible del ahorro el importe de los dividendos y participaciones en beneficios percibidos de sociedades generados en régimen de patrimonialidad.

• No se tiene en cuenta la parte del IP que corresponda a elementos patrimoniales que, por su naturaleza o destino, no sean susceptibles de producir los rendimientos gravados por la Ley del IRPF. Entre otros, los objetos de arte y antigüedades, joyas, embarcaciones y automóviles de uso privado y suelo no edificado.

• En el supuesto de que la suma de ambas cuotas supere el límite anterior, se reduce la cuota del IP hasta alcanzar el límite indicado, sin que la reducción pueda exceder del 80%.

Cuando los componentes de una unidad familiar hayan optado por la tributación conjunta en el IRPF, el límite de las cuotas íntegras conjuntas de dicho impuesto y del IP se calcula acumulando las cuotas íntegras devengadas en este último tributo. En su caso, la reducción que proceda practicar se prorratea entre los sujetos pasivos en proporción a sus respectivas cuotas íntegras en el IP.

Sobre la cuota íntegra obtenida por aplicación de la tarifa se practican, en su caso, las deducciones y bonificaciones previstas en la normativa del impuesto para determinar la cuota líquida del ejercicio o cuota a ingresar (nunca a devolver):

• Deducción por impuestos satisfechos en el extranjero.

• Bonificación de la cuota en Ceuta y Melilla. Si entre los bienes o derechos figurase alguno situado o que debiera ejercitarse o cumplirse en Ceuta y Melilla y sus dependencias, la cuota del impuesto se bonificará en el 75% de la parte de la misma que proporcionalmente corresponda a los mencionados bienes o derechos.

6

DEPÓSITOS BANCARIOS

Los depósitos son un producto financiero mediante el cual quien lo contrata entrega una cantidad de dinero a una entidad bancaria, bien para efectuar pagos con cargo a la misma, bien para que, una vez transcurrido el plazo acordado entre ambos, la entidad devuelva al inversor la cantidad inicialmente aportada junto con los intereses que fueron pactados de antemano. Esto implica que los depósitos conllevan dos tipos de servicios financieros, a veces de forma separada, pero en ocasiones también conjunta:

- Ahorro, en el sentido de creación de valor con el paso del tiempo.
- Servicios de pago.

En este capítulo centraremos la atención en el primer tipo de servicios, atendiendo al objetivo fundamental de esta guía, que son las finanzas personales.

¿Quién puede captar depósitos?

La captación de fondos reembolsables del público en forma de depósito es una actividad reservada a las entidades de crédito y, por tanto, no puede ser ejercida por ningún otro tipo de empresa, ya sea financiera o de otra clase. Dentro de las entidades de crédito, solo bancos, cooperativas de crédito y cajas de ahorros pueden captar depósitos, motivo por el que a estas entidades se las denomina a veces «entidades de depósito».

Los depósitos son el medio habitual que utilizan las entidades bancarias para captar financiación del público en general, de ahí la gran relevancia que tienen para el negocio de dichas entidades y para la financiación del conjunto de la economía (ya que es el dinero captado a través de estos depósitos el que luego prestan).

¿Los depósitos son un producto de ahorro o de inversión?

Suele decirse que los depósitos son un producto de ahorro y, en ocasiones, se contraponen con los productos llamados de inversión, como pueden ser las acciones, los bonos, etc. En realidad, toda inversión implica un ahorro previo y todo ahorro se materializa en una inversión, a no ser que nos limitemos a guardar el dinero «debajo del colchón», como a veces se dice, que no deja de ser otra forma de inversión, nada rentable y poco segura.

En definitiva, ahorro e inversión son dos caras de la misma moneda. Sin embargo, hay un sentido en el que puede decirse que el depósito es un producto de ahorro, ya que quien lo efectúa espera recuperar el dinero que puso en él, además de cobrar los correspondientes intereses.

Es decir, el depósito no está sometido, en principio, a ningún riesgo que dependa de la marcha de los mercados financieros, mientras que inversiones como las acciones o la renta fija sí lo están (esto puede verse con más detalle en los siguientes capítulos de esta guía).

¿Cuál es el riesgo de un depósito?

El riesgo fundamental que impediría recuperar un depósito a su titular por el mismo importe que lo efectuó, además de los intereses, sería que la entidad bancaria donde se realizó entrara en dificultades financieras tales que no le fuese posible atender a sus compromisos de devolución de los depósitos. Esto es lo que se denomina un riesgo de crédito, en este caso frente a la entidad bancaria donde se realizó el depósito.

Como veremos más adelante, este riesgo se encuentra actualmente cubierto, hasta un límite bastante elevado (100.000 euros) para la gran mayoría de los depositantes a través del Fondo de Garantía de Depósitos (FGD). Esta circunstancia refuerza la idea de que los depósitos son, sobre todo, productos de ahorro.

¿Qué tipos de depósito existen?

En función de la flexibilidad de utilización de los depósitos puede hablarse de dos grandes tipos de depósitos:

1. Depósitos a la vista, en los que, en general, el importe depositado puede ser retirado o dedicado a efectuar pagos por el titular en cualquier momento, con entera libertad y sin sufrir ningún tipo de penalización.
2. Depósitos a plazo, en los que, en principio, el importe depositado permanece inalterado y no se recupera hasta el vencimiento del depósito.

Esto no quiere decir que no exista la posibilidad de recuperar el depósito antes del vencimiento, pero si se hace así, el depositante tendrá que satisfacer una penalización o comisión. Los depósitos a plazo no admiten domiciliaciones de nóminas o recibos, ni tampoco otros cobros o pagos. Normalmente los intereses se cobran a través de la cuenta bancaria asociada al depósito y no se acumulan a este.

En general, los depósitos a plazo ofrecen intereses más elevados que los depósitos a la vista, que en ocasiones no se remuneran, ya que los servicios que prestan son fundamentalmente de pago. En este sentido, los depósitos a la vista tienden a ser instrumentos de gestión del dinero, es decir de los cobros y pagos, más que un instrumento de ahorro.

A su vez, los depósitos a la vista pueden instrumentarse a través de dos tipos de cuentas bancarias:

1. Cuentas corrientes, denominadas también cuentas a la vista.
2. Libretas de ahorro.

Ambas modalidades se diferencian en que en las primeras el importe de la cuenta se puede movilizar, en todo o en parte, mediante talones emitidos con cargo a la misma, mientras que en las segundas no puede hacerse, aunque también existen libretas que llevan asociada una cuenta bancaria con su correspondiente talonario.

En todo caso, el creciente uso de Internet para el manejo de las cuentas bancarias está cambiando la forma con que habitualmente se accede a ellas y la realización de operaciones por parte del titular. Anteriormente, los cajeros automáticos ya habían modificado la forma con la que los titulares de las cuentas o libretas podían retirar su dinero. Simplificando, podemos hablar de tres grandes tipos de depósitos:

- Vista (cuentas).
- Ahorro (libretas).
- Plazo.

En general, los tres tipos implican diferentes condiciones de liquidez, rentabilidad y conceptos de coste en forma de comisiones, tal y como se refleja en el esquema 1.

Esquema 1. Principales tipos de depósitos bancarios

Tipología de depósitos	Comisiones asociadas
VISTA	• Administracion. • Mantenimiento. • Descubierto.
AHORRO	• Administracion. • Mantenimiento.
PLAZO	• Cancelación anticipada.

Liquidez: + (VISTA) → − (PLAZO)

Rentabilidad: − (VISTA) → + (PLAZO)

Fuente: elaboración propia.

¿Cuáles son las características de los depósitos a la vista?

Los depósitos a la vista pueden caracterizarse como un producto:

- Líquido.
- Sencillo, en la medida en que su contratación no requiere requisitos especiales y puede hacerse en unos minutos en cualquier entidad de depósito,
- Que permite gestionar cobros y pagos, incluyendo domiciliaciones, no solo a través de la cuenta, sino también de tarjetas asociadas, sean de crédito o débito,
- Su retribución, si existe, suele ser reducida, salvo si se trata de las denominadas «cuentas de alta remuneración», en las que los tipos de interés pueden ser más elevados, al menos durante un periodo, aunque, a cambio, pueden tener restricciones o incluso prohibiciones, en las domiciliaciones. Por razones fiscales, algunas de estas cuentas han podido tener un carácter finalista, como es el caso de las «cuentas viviendas».
- Pueden conllevar el cobro de comisiones, por administración y mantenimiento, o incluso, por determinados cobros o pagos, como cuando se utilizan los cajeros automáticos de otra entidad.
- Pueden admitir descubiertos, es decir «números rojos», pero estos suelen estar penalizados con tipos de interés elevados y comisiones específicas.

Una cuenta puede tener varios titulares. En este sentido existen dos grandes clases de cuentas:

1. Mancomunadas o conjuntas: deben intervenir todos los titulares para realizar cualquier operación.
2. Indistintas: cualquiera de los titulares puede operar con la cuenta.

¿Cuáles son las características de los depósitos a plazo?

También llamados Imposiciones a Plazo Fijo (IPF), su principal característica es que están vinculados a un determinado periodo de tiempo, a cuyo vencimiento se pueden retirar y cobrar los correspondientes intereses sin ningún tipo de penalización, aunque también pueden renovarse, bien de forma expresa, bien de manera automática si así se ha pactado y el depositante no ha dado orden expresa de lo contrario.

Si está expresamente previsto, el depósito se puede cancelar anticipadamente, pero pagando una penalización o comisión, que no debería superar los intereses brutos devengados desde el comienzo de la operación. Esto quiere decir que, como regla general, no se debería cancelar una IPF antes de tiempo, a no ser que se tenga una necesidad imperiosa del dinero depositado.

Por sus propias características, como ya hemos señalado, las IPF no admiten domiciliaciones ni otros conceptos de cobros o pagos. Tanto es así que los intereses se cobran en una cuenta bancaria asociada.

El tipo de interés normalmente es fijo, pero también puede ser variable o mixto. Como en cualquier otro producto financiero, la comparación entre diferentes depósitos debe efectuarse a través de la Tasa Anual Equivalente (TAE)[16].

En cualquier caso, debe tenerse muy en cuenta el plazo del depósito. Un depósito a un mes puede ser muy rentable, digamos un 10% anual, pero solo durante ese mes, por lo cual sólo le corresponde 1/12 del 10%, es decir menos del 1%, salvo que pueda renovarse en las mismas condiciones, lo que es poco frecuente. En cambio, un depósito de un 3% a un año proporcionaría mayores intereses.

La remuneración de los depósitos puede ser, en todo o en parte, en especie, recibiendo por ejemplo una vajilla o una batería de cocina. Esto no evita que haya que tributar por ellas, teniendo en cuenta las reglas de valoración del impuesto. De hecho, dicha retribución tiene que considerarse a la hora de calcular la TAE. Esta modalidad de retribución puede condicionar la posibilidad de cancelación anticipada del depósito, ya que el «regalo» se entrega al comienzo de la operación.

¿Qué es un depósito estructurado?

Los denominados depósitos estructurados se distinguen por ser un modelo especial de depósito a plazo que lleva incorporado algún tipo de instrumento derivado[17]. En todo caso, estos depósitos también conllevan la obligación por parte de la entidad de reembolsar su importe al vencimiento. A pesar de ello, debido a la presencia de algún derivado, se trata de productos que, por lo general, exigen una comprensión clara de su funcionamiento y de los posibles riesgos que implican, por lo que no suelen aconsejarse a los inversores minoristas, salvo que los entiendan bien y estén dispuestos a asumir sus riesgos y especificidades (entre ellas, la menor liquidez).

¿Qué es el Fondo de Garantía de Depósitos?

El Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) es el organismo creado en nuestro país para garantizar los depósitos hasta el límite establecido, que en estos momentos es de 100.000 euros por persona y entidad.

Los FGD nacieron en Estados Unidos como consecuencia de la crisis posterior al *crash* bursátil de 1929, concretamente en 1933, mediante la denominada Ley Glass-Steagall, para que no volvieran a repetirse las retiradas masivas de los ahorros de los bancos, es decir, los llamados «pánicosbancarios», que no hicieron más que agravar la crisis de las entidades afectadas y de la economía en general. Originariamente cubrían hasta 2.500 dólares, pero hoy día lo hacen hasta los 250.000 dólares por persona y entidad.

En España, el origen del FGD se vincula a la crisis bancaria que irrumpió a mediados de 1970. Históricamente, en nuestro país hemos contado con un FGD distinto para cada tipo de entidad de depósito: bancos, cooperativas de crédito y cajas de ahorros, tal y como se observa en el cuadro 1. Sin embargo, desde finales de 2011 existe un único FGD para todas.

Cuadro 1. Visión histórica de los fondos de garantía de depósitos españoles

	Establecimientos bancarios	**Cajas de ahorros**	**Cooperativas de crédito**
Creación	RD 3048/1977 11 de noviembre	RD 3047/1977 11 de noviembre	RD-Ley 18/1982 24 de septiembre
Personalidad jurídica	RD-ley 4/1980 28 de marzo	RD-Ley 18/1982 24 de septiembre	
Transposición directiva 94/19/CE*	RD-Ley 12/1995 28 de diciembre		
Fusión	**Entidades de Depósito** RD-Ley 16/2011 14 de octubre		
Reglamento de funcionamiento	RD 2606/1996 20 de diciembre		
Límite garantizado	100.000 € RD 1642/2008 10 de octubre		
Aportaciones de entidades**	2 por mil RD-Ley 19/2011 2 de diciembre		

RD: Real Decreto.
* Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos.
** Anteriormente, las aportaciones de cada grupo de entidades de depósito habían sido, en general, distintas hasta que el citado RD-Ley las unificó al derogar expresamente las órdenes que hasta entonces las venían regulando.
Fuente: elaboración propia.

¿Garantiza el FGD valores?

Sí, en España el FGD no solo garantiza depósitos, sino que también juega, para las entidades de crédito, el mismo papel que el Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN) para las empresas de servicios de inversión, a cuyo capítulo y apartado nos remitimos para centrar la atención en los depósitos que, como hemos visto, son exclusivos de las entidades de depósito y, en cualquier caso, constituyen, con diferencia, la mayor parte de su garantía.

¿Ha ejercido el FGD otras funciones?
Aunque el FGD siempre ha garantizado los depósitos hasta el límite establecido en cada momento (20.000 euros antes de la crisis financiera), esa no ha sido siempre su única función, y tampoco la más importante.

En efecto, el FGD también ha desempeñado la función de actuar cuantas veces estime necesarias para reforzar la solvencia y funcionamiento de las entidades en defensa de los intereses de los depositantes y del propio FGD; es decir, intervenir en las crisis de las mismas. Esta función la ejerce ahora el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), aunque cabe la posibilidad de que el FGD apoye financieramente la solución de crisis bancarias bajo ciertas condiciones.

El único FGD que ha tenido que pagar los depósitos a sus titulares ha sido el de los bancos, y lo ha hecho por un total nominal —es decir, sin tener en cuenta el diferente valor del dinero a lo largo del tiempo—, de 168,1 millones de euros hasta su unificación en el FGD actual, de los que recuperó 134,3 millones. La intervención del mismo FGD en crisis bancarias le ha supuesto participar en operaciones de saneamiento por un importe total nominal de 8.519,3 millones de euros, con un coste neto de 2.985,5 millones de euros.

La separación entre ambas funciones —garantía de depósitos y solución de crisis bancarias— en instituciones distintas, que nos viene impuesta por la Unión Europea (UE), las dota de mayor transparencia y, en este sentido, debe considerarse preferible desde el punto de vista de la primera, que es la que nos interesa en este capítulo. En el futuro cabe esperar que no se repita una concentración tan grande de la actividad del FGD en la solución de crisis bancarias.

Dentro del panorama nacional, debemos destacar el nuevo papel del FGD como proveedor de liquidez de las preferentes de los bancos nacionalizados que no cotizan (Real Decreto-Ley 6/2013).

¿Cómo se financia el FGD?
Actualmente, el FGD se financia mediante aportaciones de las entidades de depósito hasta el 3 por 1.000 de los depósitos garantizados, estando establecidas en estos momentos en el 2 por 1.000 de los mismos[18].

En estos momentos, dado que la crisis financiera ha mermado mucho el patrimonio del FGD, que incluso ha llegado a ser negativo en algún momento, se han puesto en marcha unas derramas (asunto que no trataremos aquí), a través de las cuales las entidades efectúan aportaciones extraordinarias con objeto de reponer un nivel adecuado de patrimonio.

Esta es una de las ventajas que tiene el FGD español, que dispone de la financiación procedente de sus entidades, lo que, en condiciones normales, le permite acumular unos fondos disponibles en el caso de que alguna de ellas afronte dificultades. No todos los FGD de la UE están financiados de esta forma, aunque en estos momentos está en proceso de aprobación una futura directiva que pretende armonizar aún más los FGD de la UE, entre otros aspectos, en lo que se refiere a su financiación.

Esta financiación es obligatoria en España, aunque formalmente no se trata de un impuesto, puesto que de no aportarla una entidad debería abandonar el FGD, cuya pertenencia es obligada para ejercer como entidad de crédito en nuestro país. Los clientes no pueden considerarse ajenos a dicha financiación en la medida en que supone un coste para las entidades, que lo tienen en cuenta a la hora de fijar las remuneraciones de sus depósitos.

¿Qué depósitos no cubre el FGD?

En principio están garantizados los saldos acreedores mantenidos en cuenta, cualquiera que sea la moneda en que estén nominados y siempre que estén constituidos en España o en otro país miembro de la UE, excepto aquellos depósitos expresamente excluidos de la garantía, que son los siguientes:

- Los depósitos realizados por otras entidades financieras reguladas, como entidades de crédito, sociedades y agencias de valores, entidades aseguradoras, etc., así como por entidades cuya actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones.
- Los valores representativos de deuda emitidos por la entidad de crédito, incluyendo los pagarés y efectos negociables.
- Los certificados de depósito al portador, las cesiones temporales de activos y las financiaciones con cláusula de subordinación.
- Los depósitos constituidos por empresas pertenecientes al mismo grupo económico que la entidad de crédito.
- Los depósitos constituidos por las Administraciones Públicas.
- Los depósitos constituidos por personas estrechamente vinculadas a la entidad objeto de la actuación del FGD:

  – Cargos de administración y apoderados que dispongan de poderes generales de representación.

  – Personas que tengan una participación significativa en el capital de la entidad, o una participación en empresas de su grupo económico.

  – El auditor responsable de los informes de auditoría.

  – Quienes tengan las características antes citadas en las sociedades pertenecientes al grupo de la entidad de crédito.

  – Cónyuges y familiares en primer grado de unos y otros.

En definitiva, solo las personas físicas estrechamente vinculadas a la entidad objeto de la actuación del FGD por alguna de las situaciones anteriores no tendrían sus depósitos garantizados. Es una forma de desincentivar los posibles conflictos de interés que puedan darse respecto a dichas personas, protegiendo al resto de los depositantes y al conjunto de la entidad.

¿Puede haber depósitos cubiertos pero que no den derecho a la garantía del FGD?

Sí. La normativa prevé que, sin perjuicio de que sean tenidos en cuenta para el cómputo de las aportaciones al FGD, la obligación de pagar los importes garantizados no comprende a los constituidos:

- Con quebrantamiento de las disposiciones vigentes, en particular, los originados en operaciones que hayan dado lugar a una condena penal por blanqueo de capitales.
- Por clientes que hayan obtenido, a título personal, condiciones financieras que hayan contribuido a agravar la situación de la entidad, por ejemplo tipos de interés significativamente elevados, en ocasiones denominados «extratipos», siempre que tal circunstancia haya sido determinada por sentencia firme.
- Aquellas personas que actúen por cuenta de cualquiera de los depositantes excluidos que hemos visto en la pregunta anterior, o en concierto con los mencionados en los párrafos precedentes.

Por tanto, puede haber personas físicas cuyos depósitos estén garantizados, pero que no puedan recuperarlos en las mismas condiciones que el resto de los depositantes por encontrarse en algunas de estas situaciones. Se trata de reforzar la protección que mencionamos al final de la pregunta anterior.

¿Qué entidades están adscritas al FGD?

Todas las entidades de depósito españolas deben adherirse al FGD: bancos, cooperativas de crédito y cajas de ahorros. Los bancos extranjeros filiales, por ejemplo Barclays Bank, S.A., Citibank España, S.A., Deutsche Bank, S.A.E., etc., se consideran a estos efectos entidades españolas.

Las sucursales de entidades de crédito de otro país miembro de la Unión Europea que operan en España, por ejemplo Banco Espirito Santo, Ing Direct, Société Générale, etc., están sujetas al FGD, o sistema equivalente, de su país de origen, pero pueden adscribirse al FGD español para completar la cobertura de este si la del primero fuera inferior, aunque es poco frecuente dado el elevado grado de armonización que en estos momentos existe entre los FGD de la UE como consecuencia de la crisis actual.

Las sucursales de entidades de crédito de fuera de la UE, por ejemplo Credit Suisse, JPMorgan Chase Bank National Association, The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, etc., tienen que adscribirse al FGD español si sus depósitos no están cubiertos en la misma medida que este en su país de origen, ya sea porque no garantizan los depósitos o por hacerlo con una cobertura inferior.

Las entidades deberán poner a disposición de sus depositantes, en todas sus oficinas y en su página web, la información necesaria para identificar al FGD al que pertenecen, su cobertura y la forma de acudir al mismo.

¿Qué sucede con los depósitos de una entidad que deja de estar autorizada como entidad de crédito?

Si una entidad deja de estar autorizada para ejercer como entidad de crédito, los depósitos existentes en el momento de la revocación de la autorización siguen cubiertos por el FGD hasta la extinción de la entidad, que sigue obligada a realizar las aportaciones legalmente exigibles. En el caso de las cuentas corrientes, el saldo amparado será el existente a la fecha de la revocación.

¿Cómo se calcula el importe garantizado por el FGD?
Según hemos dicho, el importe garantizado de los depósitos tiene como límite la cuantía de 100.000 euros, o en el caso de depósitos denominados en otra divisa, su equivalente aplicando los tipos de cambio del día en que se produzca alguno de los hechos que dan lugar a ejercer la garantía o al día anterior hábil cuando fuese festivo.

Este importe es independiente del garantizado a los inversores que hayan confiado a la entidad de crédito valores o instrumentos financieros, que también es como máximo de 100.000 euros. Es decir, un mismo cliente de una entidad de crédito puede estar garantizado hasta 200.000 euros, pero siempre que esté al límite en los dos conceptos posibles: depósitos, por un lado, y valores e instrumentos financieros, por otro.

¿Cómo influye en la garantía el número de cuentas o depósitos y de titulares?
La garantía de los depósitos se aplica por depositante, sea persona física o jurídica, y cualesquiera sean el número y la clase de depósitos en que figure como titular en la misma entidad.

Cuando una cuenta tenga más de un titular, su importe se dividirá entre los titulares, de acuerdo con lo previsto en el contrato de depósito o, en su defecto, a partes iguales.

Esto tiene diversas implicaciones. Resumimos aquí, con ejemplos, las que nos parecen más relevantes:

- Al ser una cobertura por persona y entidad, es perfectamente posible tener cubiertos todos los ahorros en forma de cuentas y depósitos en varias entidades, siempre que en ninguna de ellas se hayan colocado más de 100.000 euros.
- Si una cuenta o depósito tiene más de un titular, por ejemplo los dos cónyuges en el caso de un matrimonio, el depósito se divide entre ellos, en principio a partes iguales, de modo que si, por ejemplo, el depósito fuera de 100.000 euros, solo se computarían 50.000 euros a cada uno.
- Puede suceder que los mismos cónyuges tuvieran en la misma entidad, juntos o por separado, otras cuentas y depósitos, en cuyo caso se sumarían todos. Por ejemplo, si uno de ellos tuviera, además, exclusivamente a su nombre 100.000 euros, superaría el límite garantizado con los 50.000 euros anteriores. Si el otro cónyuge fuera titular a su nombre de otros 50.000 euros, los tendría cubiertos al no superar el límite.

¿Qué causas permiten activar la garantía?

El FGD satisface a sus titulares el importe garantizado de los depósitos cuando se produzca alguno de los siguientes hechos:

1. Que la entidad haya sido declarada (o se tenga judicialmente solicitada la declaración) en concurso de acreedores.
2. Que habiéndose producido impago de depósitos y siempre y cuando no se haya acordado la apertura de un proceso de resolución de la entidad, el Banco de España determine que la misma se encuentra en la imposibilidad de restituirlos inmediatamente por razones directamente relacionadas con su situación financiera. El Banco de España tomará dicha determinación con la mayor brevedad posible y, en cualquier caso, deberá resolver dentro del plazo máximo que se determine reglamentariamente, en estos momentos 5 días hábiles, tras haber comprobado que la entidad no ha logrado restituir los depósitos vencidos y exigibles.

¿Cuándo se pagan los depósitos garantizados?
El FGD debe satisfacer las reclamaciones debidamente comprobadas dentro de los 20 días hábiles siguientes a la fecha en que el Banco de España tome la determinación a la que se refiere el caso 2 de la pregunta anterior, o la autoridad judicial dicte la decisión mencionada en el caso 1.

Cuando el FGD prevea que no puede efectuar los pagos en el plazo establecido, podrá solicitar al Banco de España la concesión de una prórroga no superior a 10 días hábiles, indicando las razones. El Banco de España podrá autorizarla cuando aprecie que concurren motivos excepcionales que justifican el retraso, tales como el elevado número de depositantes, la existencia de cuentas en otros países o la constatación de dificultades extraordinarias técnicas o jurídicas para comprobar el saldo efectivo de los depósitos garantizados, o si procede o no satisfacer el importe garantizado.

¿Qué efectos tiene el pago por el FGD?

Por el mero hecho del pago de los importes garantizados, el FGD se subrogará, por ministerio de la ley, en los derechos de los depositantes, hasta un importe equivalente al de los pagos realizados, siendo suficiente título el documento en que conste el pago.

Esto implica que el FGD puede recuperar posteriormente si no todo, sí parte del dinero aportado a los depósitos garantizados, como hemos visto que ha ocurrido en el pasado y en un alto porcentaje.

¿Qué sucede con los depósitos no garantizados?

Los depósitos no garantizados, aunque no los pague el FGD, no siempre se pierden en caso de quiebra de la entidad. Es posible que puedan recuperarse en todo o en parte, por ejemplo dentro del proceso concursal de la entidad, en cuyo caso los correspondientes importes pasarían a sus titulares.

Eso sí, un concurso es un proceso judicial que puede ser largo y, mientras tanto, no se dispondría de ningún importe, ya que su resultado no siempre tiene por qué ser favorable a los acreedores del banco, sino más bien al contrario.

A raíz de la crisis de Chipre ha surgido un importante motivo de inquietud sobre los depósitos no garantizados. En efecto, actualmente se prepara una normativa de la UE cuya finalidad es la de armonizar los procedimientos de resolución de crisis bancarias de los países que forman parte de la Unión Europea. Dentro de estos procesos se contempla expresamente la posibilidad de recapitalizar la entidad a partir de algunas de sus deudas, entre las cuales no están expresamente excluidos los depósitos no garantizados, por lo que pueden tener que convertirse en capital, previsiblemente con una quita en su importe para tener en cuenta las pérdidas correspondientes si así lo decide la autoridad de resolución, como el FROB en España.

De todas formas, se prevé que los depósitos no garantizados formen parte de una escala decreciente de prioridad, en la que tendría que agotarse el nivel previo antes de utilizar el siguiente:

1. Capital y reservas.
2. Resto de recursos propios computables.
3. Deuda subordinada no computable como capital.
4. Resto de deudas no excluidas, entre ellas los depósitos no garantizados.

Dentro de cada nivel, las pérdidas se asignarán de forma equitativa entre los pasivos del mismo, en proporción a su valor.

En definitiva, si esa normativa se aprobase en los términos previstos, el riesgo de los depósitos no garantizados se incrementaría de forma significativa, lo que disminuiría la predisposición a aportarlos o se exigiría una mayor rentabilidad. Como ya hemos señalado, en el caso de las personas físicas, el problema tiene fácil solución: se trataría de diversificar los depósitos entre distintas entidades, manteniéndose cada una de ellas dentro del límite garantizado.

¿Qué es un corralito bancario?

El corralito bancario consiste en aplicar restricciones sobre la extracción de dinero mantenido en las cuentas en los bancos, cuyo objetivo es evitar la salida en masa de depósitos del sistema, que puede llevar a la quiebra de las entidades bancarias.

Esta restricción se puede mantener hasta que la confianza en las entidades bancarias se recupere y se reduzca el riesgo de un daño mayor en la economía. Sin embargo, su establecimiento es perjudicial para el desarrollo económico, ya que limita en cierta medida el gasto y el funcionamiento normal de familias y empresas.

¿Dónde y cuándo surgió el concepto «corralito»?

El término «corralito» apareció en Argentina en 2001, cuando debido a la intensa crisis económica (que había empezado a mediados de 1998) y a la desconfianza en el sistema bancario, que mantenía un importante volumen de deuda pública entre sus activos, se produjo una salida de más del 20% de los depósitos en menos de un año.

Para evitar que este drenaje continuara, dañando la viabilidad del sistema y perjudicando aún más a la economía, el Gobierno estableció una serie de limitaciones para las entidades financieras y para el público. Entre las medidas aplicadas estaba la prohibición de retirar más de 250 pesos (equivalente a 250 dólares en aquel momento) por semana y por entidad financiera. Asimismo no podían realizarse transferencias al exterior, con la excepción de operaciones de comercio exterior o pagos de gastos.

El corralito se mantuvo en Argentina durante casi un año. En este periodo se llevó a cabo una devaluación del peso argentino y se *pesificaron*, es decir, se transformaron de dólares a pesos, al tipo de cambio establecido por el Estado (1,40 pesos por dólar), los depósitos que mantenían los argentinos en las entidades, perdiendo así parte del poder adquisitivo de sus ahorros.

¿Qué sucedió en la crisis de Chipre?

Durante la crisis de Chipre también se restringió la disponibilidad de los ahorros bancarios, pero no porque hubiera un problema de liquidez y un éxodo de los depósitos del sistema, sino por la necesidad de capitalizar a las entidades que habían experimentado grandes pérdidas derivadas de la crisis financiera y de la exposición a Grecia.

Para hacer frente a este problema se establecieron quitas a aplicar sobre los distintos acreedores de las entidades, incluyendo a aquellos depositantes que tuvieran un volumen de depósitos superior a los 100.000 euros.

Además, para evitar una pérdida mayor de depósitos en un momento de incertidumbre, que podría llevar a que las entidades experimentasen nuevas tensiones y una mayor probabilidad de quiebra que dañaría todavía más la frágil situación de la economía (como ocurrió en Argentina), se limitó la posibilidad de extraer del banco más de 300 euros diarios por persona y entidad.

Junto a esos 300 euros como máximo se permitió realizar pagos relacionados con el funcionamiento del negocio, pago de salarios, gastos de educación y algunos pagos al exterior, aunque con limitaciones sobre las transferencias de fondos.

¿Sería posible un corralito bancario en España?

Como muestran los ejemplos de Argentina y Chipre, un corralito es una respuesta ante una crisis seria del sistema bancario de un país, ya sea de origen exterior como interno y, por tanto, puede suceder en España como en cualquier otro país. En principio, no se trata de una situación en absoluto deseable, debido a las importantes restricciones que impone a la actividad económica y por la desconfianza que se despertaría en todo el mundo sobre la economía española y su sistema bancario.

Por tanto, solo cabe pensar en este tipo de situaciones en épocas de especial gravedad y durante el tiempo estrictamente necesario. En estos momentos, en España no hay una legislación que prevea la imposición de un corralito, aunque eso no sería ningún problema en la medida en que puede establecerse por un decreto-ley, que aprobaría el consejo de ministros y que podría entrar en vigor inmediatamente una vez publicado en el BOE. Como este es ahora electrónico y tiene plena validez legal en esta forma, puede publicarse y entrar en vigor en cualquier momento del día en que se apruebe.

Actualmente no se dan las circunstancias que permitan prever la necesidad de implantar un corralito bancario en España, ni tampoco en un futuro inmediato.

¿Es el corralito compatible con la libertad de movimientos de capitales?

Una de las libertades fundamentales de la UE es la de movimientos de capitales, pero esto se refiere a los movimientos entre países, tanto dentro como fuera de la Unión, por lo que, en principio, no podría alegarse en contra de posibles restricciones a las transacciones bancarias, o financieras en general, internas a un país.

Evidentemente, habría que respetar dicha libertad frente a otros países, lo cual implicaría discriminar a los ciudadanos nacionales de un país frente a los extranjeros, algo difícilmente aceptable desde un punto de vista político. En la UE se puede retroceder en la libertad de movimientos de capitales, pero solo respecto a terceros países y siempre que se acuerde por unanimidad.

En cualquier caso, la libertad de movimientos de capitales no es absoluta y está sujeta a algunas cautelas, aunque la situación no es la misma para los países del área euro respecto a los que no lo son.

Dentro del área euro, cuando en circunstancias excepcionales los movimientos de capitales respecto a terceros países causen, o amenacen con causar, dificultades graves para el funcionamiento de la unión económica y monetaria, se pueden adoptar respecto a dichos países, por un plazo no superior a 6 meses, las medidas de salvaguardia estrictamente necesarias.

Los países de la Unión Europea que no tienen el euro pueden acogerse a cláusulas de salvaguarda en caso de dificultades o de amenaza grave de las mismas en la balanza de pagos, o de crisis súbita de esta, siempre con la aprobación de la UE.

En ningún caso está prevista alguna posible medida restrictiva de los movimientos de capitales entre países del área euro, aunque siempre existe la posibilidad de acogerse a la cláusula genérica que permite adoptar medidas por razones de orden público o seguridad pública, difícilmente aceptables en condiciones de normalidad pero que podrían entenderse en una situación excepcional de crisis. De hecho, así es como ha funcionado el corralito en Chipre, que no se ha puesto formalmente en cuestión dada su finalidad antes mencionada.

¿Qué tiene previsto la normativa española de movimientos de capitales?

La normativa actualmente vigente en este terreno, Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre el régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior, se adapta plenamente en lo sustancial a la normativa de la UE, por lo que no añade nada especialmente relevante a las consideraciones que acabamos de señalar.

¿Sería posible imponer otro tipo de restricciones, por ejemplo a la disponibilidad de las inversiones en acciones o en deuda pública?

La crisis actual nos ha mostrado repetidamente la gran facilidad con que se pueden cambiar las normas si se considera necesario, lo que no significa que siempre se acierte con las modificaciones y, por tanto, no puede descartarse que, ante una situación de especial gravedad, dejen de funcionar, aunque sea temporalmente, normas que nos parecen consustanciales a nuestra economía de mercado.

Dicho esto, para responder a cuestiones de este tipo conviene situarse en la lógica propia del contexto en cada caso, porque, como suele decirse, no pueden ponerse puertas al campo. Por ejemplo, en una economía en crisis es lógico que la cotización de sus acciones descienda, pero eso no justifica que se decida el cierre de la bolsa para evitarlo.

De hecho, no lo ha hecho nadie de forma absoluta. Solamente tras el *crash* bursátil de 1987 se permitió interrumpir de manera temporal, durante algunas horas, la negociación en algunas bolsas o en algunos mercados de derivados si se producían movimientos muy bruscos, en unas u otros, al alza o a la baja, con la intención de permitir que los inversores reflexionaran sobre la situación.

Precisamente, la función económica de la bolsa es proporcionar vías de salida a la inversión en acciones que cotizan en ella a un precio «justo»; es decir, fijado libremente por la oferta y la demanda, pero sin que esté garantizado en ningún momento un precio determinado.

Es cierto que con ocasión de la crisis actual en algunos países, entre ellos España y durante ciertas épocas, se han prohibido determinadas operaciones bursátiles, en concreto las ventas a corto, que traen consigo un potencial especulativo a la baja de las cotizaciones, pero esto es muy diferente que cerrar todo el mercado. Aun así, ha sido una medida muy discutida en cuanto a sus efectos reales.

¿Cómo es la fiscalidad de los depósitos?

En primer lugar, la fiscalidad de los depósitos es la misma que la del resto de las rentas del capital, dependiendo el tipo de impuesto de la naturaleza del inversor.

Si el depositante es una persona física residente en España, los intereses percibidos por los depósitos se consideran rendimientos del capital mobiliario y están gravados por el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF). El tipo aplicable depende en estos momentos de los rendimientos obtenidos, tal y como se refleja en el cuadro:

Cuadro 2. El Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas aplicable a los intereses de los depósitos

	Tramo estatal	**Tramo complementario**	**Tramo autonómico**	
Parte de la base liquidable	***Tipo aplicable***	***Tipo aplicable***	***Tipo aplicable***	
Euros	***Porcentaje***	***Porcentaje***	***Porcentaje***	**Total**
Hasta 6.000 euros	9,5	2,0	9,5	21,00
Entre 6.000 euros - 24.000 euros	10,5	4,0	10,5	25,00
Desde 24.000,01 euros en adelante	10,5	6,0	10,5	27,00

Se contempla la vuelta a escala antigua en 2014 (19% para los primeros 6.000 euros y 21% en adelante).

Fuente: elaboración propia.

Además, algunas comunidades autónomas habían establecido, o se proponían hacerlo, un impuesto sobre los depósitos que han sido desactivados por el Estado. Este, con el argumento de no fragmentar el mercado bancario, lo ha regulado a nivel estatal, si bien en estos momentos con un tipo impositivo igual a cero. Es previsible que en un futuro inmediato se active este impuesto con un tipo positivo, aunque muy reducido.

En este impuesto las que estarían obligadas al pago del mismo serían las entidades receptoras de los depósitos, no los depositantes, aunque esto no quiere decir que no termine repercutiendo en estos en forma de una menor retribución o de mayores comisiones.

7
MERCADO DE RENTA FIJA

Tal vez menos conocido entre los inversores particulares, el mercado de renta fija tiene un tamaño mayor y es más líquido que el de renta variable. Con múltiples emisores, cada uno de ellos con un riesgo diferente, en este mercado conviven instrumentos de renta fija con vencimientos distintos y con características muy diversas en aspectos tan básicos como los cupones (estructura y frecuencia), o más complejos como la devolución del principal (en ocasiones en acciones). Con niveles de rentabilidad también muy diferentes y cambiantes a lo largo de la vida del instrumento de renta fija, la inversión en esta tipología de activos no solo ofrece múltiples alternativas, sino que es muy recomendable para cualquier inversor que desee contar con una cartera de activos financieros diversificada. La intención de este capítulo es explicar en qué consiste el mercado de renta fija, cuáles son las principales vías para invertir en él y cuál es su tratamiento fiscal.

¿Qué es un instrumento de renta fija?

Se conoce como instrumento de renta fija (popularmente bonos) a aquel activo financiero por el que un emisor (por ejemplo el Tesoro español) se compromete a pagar al inversor (o tenedor del instrumento) un flujo regular de pagos (cupones) según un calendario establecido (por ejemplo cada 30 de junio). En principio, estos pagos periódicos están configurados por varios flujos de caja, más la devolución del denominado nominal o principal.

De forma equivalente, podemos considerar un instrumento de renta fija como una deuda que se puede negociar en los mercados financieros (es decir, se puede comprar y vender antes de que llegue el vencimiento). Así, el emisor del instrumento de renta fija se endeuda con el inversor que adquiere el bono, que le está concediendo un préstamo que se cancelará cuando llegue el vencimiento del bono (por ejemplo, dentro de 5, 10 o 30 años). Es importante señalar que cuando se produzca el vencimiento el emisor reembolsará al tenedor del bono en ese momento el principal, que, como posteriormente se expondrá, no necesariamente coincide con el importe invertido (el precio pagado por el bono), ya que este puede ser inferior o superior.

Como ejemplo, en el esquema 1 y en el gráfico 1 se representan los pagos y cobros para el emisor y para el tenedor de un bono con un nominal de 100 euros, que paga un cupón fijo del 5% y que vence dentro de 5 años.

Esquema 1. Cobros y pagos en un instrumento de renta fija

	Flujos	
	Emisor	***Tenedor***
Momento de emisión del bono	100 €	–100 €
1 año después	–5 €	5 €
2 años después	–5 €	5 €
3 años después	–5 €	5 €
4 años después	–5 €	5 €
5 años después (vencimiento)	–105 €	105 €

Fuente: elaboración propia.

¿Siempre se perciben cupones anualmente?

Aunque lo más habitual es que los instrumentos de renta fija paguen cupones de forma anual, existen bonos que lo hacen con una mayor frecuencia: cada seis meses, e incluso cada tres. Como vimos antes con los tipos de interés, el cupón se expresa siempre en base anual, por lo que si la frecuencia de pago es superior, es necesario aplicarle un factor corrector del plazo (0,5 si se paga dos veces al año; un factor de 0,25[19] si se paga trimestralmente).

¿Todos los bonos pagan cupones?

No todos los instrumentos de renta fija pagan cupones. Este es el caso de los denominados bonos «cupón cero», en los que el único cobro para el inversor se produce el día del vencimiento. En estos casos se dice que el rendimiento es implícito[20], y se calcula como la diferencia entre el importe invertido y el que se obtiene al vencimiento del bono. Como es obvio, sendos precios deben ser distintos para que el inversor obtenga un beneficio por la compra del bono al vencimiento.

El ejemplo más común de un bono cupón cero es una Letra del Tesoro. El inversor desembolsa una determinada cantidad y no recibirá ningún tipo de cobro hasta el vencimiento, momento en el que el emisor (el Tesoro) le devolverá el nominal (otros ejemplos de cupones cero son, como luego se expondrá, los pagarés de empresa).

¿En todos los bonos los cupones son fijos?

No en todos los bonos que pagan los cupones son fijos. En ocasiones los cupones son variables al estar vinculados por ejemplo a índices de mercado, como es el Euribor. Así, existen bonos que en cada una de las fechas en las que el emisor deba hacer frente al pago de un cupón se observará la referencia a la que esté vinculado el bono y este será el tipo de interés que el emisor le pague al inversor (puede incluir un rendimiento adicional, es decir un diferencial). A estos bonos que pagan cupones variables se les denomina Floating Rate Notes(FRN). Para comprender mejor su funcionamiento, veamos un ejemplo.

Esquema 2. Cobros y pagos de un instrumento de renta fija con vencimiento a 5 años y cupón anual vinculado al Euribor más un diferencial

	Flujos financieros				
	Emisor	***Tenedor***	***Euríbor***	***Diferencial***	***Tipo de interés***
Emisión	100 €	–100 €			
1 año después	–5 €	2,5 €	2,0%	0,5%	2,5%
2 años después	–5 €	3,5 €	3,0%	0,5%	3,5%
3 años después	–5 €	4,5 €	4,0%	0,5%	4,5%
4 años después	–5 €	5,5 €	5,0%	0,5%	5,5%
5 años después	–105 €	104,5 €	4,0%	0,5%	4,5%

Fuente: elaboración propia.

Como podemos observar en el esquema 2, el tipo de interés aplicable en cada pago de cupón es la suma del Euribor en esa fecha, más un diferencial prefijado y constante, en este caso del 0,5%[21]. Por eso, en el momento del pago del primer cupón el emisor desembolsará un 2,5% del nominal.

¿Qué son el mercado primario y el mercado secundario?

Se denomina mercado primario a aquel en el que se emite el instrumento de renta fija. Así, por ejemplo, cuando el Tesoro lanza una emisión, si se desea invertir en ella se debe acudir a este mercado primario. Pero una vez emitido, cualquier activo de renta fija se puede comprar y vender, es decir, se puede negociar hasta su vencimiento. Esta actividad se realiza en el mercado secundario, donde, al igual que sucede con las acciones, el precio del activo de renta fija puede fluctuar por la oferta y la demanda.

Esquema 3. Mercado primario y mercado secundario de renta fija

Fuente: elaboración propia.

¿Qué rentabilidad se obtiene invirtiendo en un bono?

Como ya hemos señalado, el inversor en un activo de renta fija cobrará, mientras mantenga el bono y hasta el vencimiento, una serie de flujos de caja, denominados cupones. Esta es su principal fuente de rentabilidad. Así, si suponemos que se compra el bono del esquema 1 pagando 100 euros, al cobrarse cupones del 5%, la rentabilidad que se obtiene es del 5%.

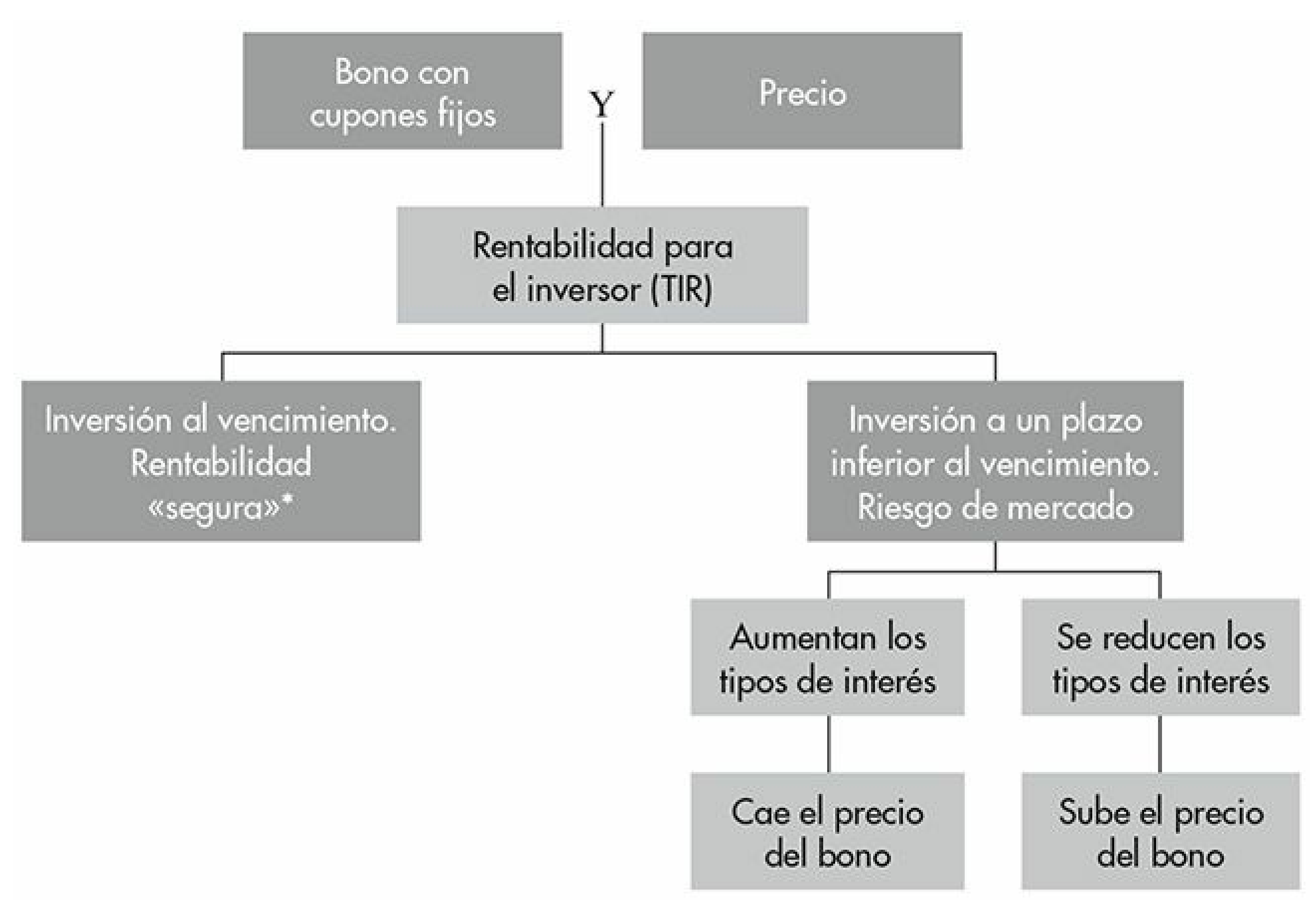
Pero, ¿qué sucede si el precio que se paga es distinto a 100 euros? Como hemos señalado, esto puede suceder, ya que en el mercado secundario el precio de los bonos fluctúa por la oferta y la demanda. Si el inversor paga por debajo del nominal («por debajo de la par»), por ejemplo, 95 euros, entonces obtendrá una rentabilidad superior al 5%. En caso de que pague por encima de 100, su rentabilidad será inferior a la del cupón, es decir, será inferior al 5%. Como se observa en el esquema 5, a esa rentabilidad que se obtiene invirtiendo en un bono la hemos denominado «TIR». Efectivamente, la TIR (la Tasa Interna de Rentabilidad) es la forma habitual de denominar la rentabilidad aproximada que se obtiene al comprar un instrumento de renta fija a un determinado precio y mantenerlo hasta el vencimiento. Por esta razón se dice que la relación entre el precio y la TIR es negativa.

Esquema 4. Diferencia entre cupón y rentabilidad (TIR) de un bono

Fuente: elaboración propia.

¿Cuál es la relación entre el precio y la TIR?
Es imprescindible que el inversor conozca esta relación entre precio y rentabilidad de un bono, ya que es dicha relación la que genera el denominado «riesgo de tipo de interés» o «riesgo de mercado» en un instrumento de renta fija. Así, si en una fecha se adquiere un bono a un determinado precio, se obtendrá una rentabilidad al vencimiento. Pero las exigencias de rentabilidad de los inversores cambian, y con ellas los precios en el mercado secundario. Esta variabilidad del precio de los bonos ante variaciones de los tipos de interés es lo que se denomina riesgo de mercado. Evidentemente, el riesgo de mercado no afecta a un inversor que mantenga los bonos al vencimiento, pero sí a aquel que esté pensando en vender el bono antes del vencimiento o a quien necesite valorarlo con una determinada frecuencia.

Esquema 5. El riesgo de mercado de un bono



* Sin considerar otros aspectos que pueden condicionar la rentabilidad, como el riesgo de que quiebre el emisor del bono y, por tanto, no pague los cupones ni devuelva el principal, u otros como el riesgo sobre el tipo de interés al que se reinvertirán los cupones.
Fuente: elaboración propia.

Sin querer entrar en aspectos más técnicos, sí conviene introducir un nuevo concepto, el de duración o sensibilidad, que mide el ritmo al que cambia el precio de un bono cuando se modifica la TIR.

¿Qué es el cupón corrido?

Existe una convención en el mercado de renta fija según la cual se distingue entre precio y cotización de un bono. La diferencia entre ellos es el cupón corrido, que se corresponde con el cupón devengado y no cobrado. Así, supongamos un bono emitido por el Tesoro español que paga un cupón del 6% cada 30 de junio. Transcurridos, por ejemplo, 3 meses, se habrá devengado un cupón del 1,5%, y transcurridos 6 meses, el cupón corrido será del 3%.

Como hemos señalado, una de las convenciones en el mercado de renta fija es la de negociar los bonos por su cotización y no por su precio[22]. Así, el valor cotizado en estos mercados suele ser excupón, esto es, sin considerar el cupón devengado y no pagado hasta la fecha. El valor total del bono se compone de su cotización y del cupón corrido.

Precio = cotización + cupón corrido

¿Qué es la deuda pública?

Como es sabido, la mayoría de Estados incurren en déficit público, es decir, tienen un nivel de gasto que supera el de sus ingresos. Para cubrir esta diferencia (que en media suele ser de entre el 2% y el 4% del PIB cada año) necesitan financiarse, es decir, endeudarse. Y una de las vías más habituales es hacerlo mediante la emisión de instrumentos de renta fija.

Se denomina deuda pública a las emisiones de renta fija que realiza un Estado para cubrir sus necesidades financieras, es decir, tanto el déficit público como los vencimientos de los bonos emitidos anteriormente.

Los Estados, a través de sus Tesoros, son los principales emisores de renta fija en el mundo, con unos volúmenes (stock de deuda) que, en media, se sitúa entre el 70% y el 90% del PIB de sus respectivos países (con excepciones, como es el caso de Japón, donde supera el 200% del PIB).

¿Quién emite la deuda pública en España?

El principal emisor de deuda pública en España es el Tesoro, pero no el único, ya que otras administraciones, como algunas comunidades autónomas y corporaciones locales también emiten deuda pública. Asimismo existen otros organismos que, aunque gozan de autonomía, sus referencias de renta fija también se suelen considerar deuda pública (por ejemplo, en España, el Instituto de Crédito Oficial, ICO).

¿Cuáles son los instrumentos de deuda pública emitidos por el Tesoro español?

La forma más habitual de clasificar las emisiones de renta fija del Tesoro Público es el plazo de vencimiento, distinguiéndose entre el corto plazo (es decir, hasta 18 meses), en el que encontramos las Letras, y el medio y largo plazo, que corresponde a los Bonos y Obligaciones.

- *Letras del Tesoro.* Emitidas a un plazo de 3, 6, 12 o 18 meses[23], son instrumentos cupón cero, de tal forma que su rendimiento es implícito.
- *Bonos del Estado.* Tienen un vencimiento de entre 2 y 5 años en el momento de su emisión. Pagan cupones (tienen rendimiento explícito) normalmente con frecuencia anual.
- *Obligaciones del Estado.* El tiempo hasta el vencimiento es superior a 5 años (y en la actualidad, hasta 30 años). Pagan cupones (tienen rendimiento explícito) normalmente con frecuencia anual.

¿Dónde se puede comprar y vender deuda pública?

La operativa con instrumentos de deuda pública se puede realizar a través de diversas vías:

- El Tesoro, en su página web, en la sección «Servicio de compraventa de valores» (www.tesoro.es)[24].
- Cualquier oficina del Banco de España (www.bde.es).
- Entidades financieras y sociedades y agencias de valores

¿Cómo se puede comprar y vender deuda pública?

Cualquier activo de renta fija puede comprarse tanto en el mercado primario (en el que se emite) como en el secundario. El elemento diferencial del mercado primario de deuda pública es el procedimiento de adjudicación: la subasta.

¿Cómo funcionan las subastas del Tesoro?

Como hemos señalado, es posible adquirir un título de deuda pública en el mercado primario, es decir, en el momento en el que se emite. El procedimiento de compra, común para Letras, Bonos y Obligaciones, es la subasta competitiva, en la que puede participar cualquier persona física o jurídica.

El Tesoro español realiza de manera regular (cada 10 o 15 días, aproximadamente) subastas de deuda. En ellas, los inversores solicitan una determinada cantidad en euros, así como el tipo de interés que exigen al Tesoro por su inversión. Estas son las denominadas «pujas competitivas», aunque también existen las pujas no competitivas. Una vez recibidas y ordenadas todas las peticiones, el Tesoro comienza a adjudicar las pujas competitivas en función de la rentabilidad solicitada, comenzando por aquellos inversores que menor tipo de interés exigen. El Tesoro no adjudica a todos los inversores los importes que han solicitado, sino que «corta» en una determinada cantidad[25]. Evidentemente, a los inversores que hicieron una puja no competitiva se les adjudica todo lo solicitado.

Esquema 6. Ejemplo de subasta de deuda pública en España

Cantidad demanda	Acumulado	Tipo de interés	Candiad adjudicada	Acumulado	
150	150	4,37%	150	150	
350	500	4,39%	350	500	
400	900	4,41%	400	900	
450	1.350	4,42%	450	1.350	Tipo de interés medio: 4,42%
550	1.900	4,44%	550	1.900	
350	2.250	4,45%	350	2.250	
300	2.550	4,46%	50	2.300	Tipo de interés marginal: 4,46%
175	2.725	4,49%			Rechazado
85	2.810	4,50%			
65	2.875	4,51%			
55	2.930	4,53%			
100	No competitivas		100		
TOTAL SOLICITADO	3.030	TOTAL ADJUDICADO		2.400	

Fuente: elaboración propia.

¿Qué es una puja competitiva y una puja no competitiva?

Aunque ya se ha comentado, entendemos que puede ser interesante y útil destacar las diferencias entre los dos tipos de peticiones que se pueden realizar en una subasta para adquirir valores del Tesoro:

1. *Competitivas.*El inversor tiene que indicar qué importe nominal desea adquirir y a qué precio, expresado este último en tanto por ciento del valor nominal[26]. Las peticiones de carácter competitivo están orientadas a los inversores con un cierto conocimiento del mercado, puesto que al fijar el precio al que se desea suscribir los valores se asume el riesgo de que la petición no sea aceptada por el Tesoro. No se pueden presentar peticiones competitivas por importe inferior a 1.000 euros. Las peticiones por importes superiores deben referirse a múltiplos enteros de esa cifra. Cada participante puede presentar tantas peticiones competitivas a precios distintos como desee.
2. *No competitivas.* Solo es preciso indicar el importe nominal que se desea adquirir. El precio a pagar por los valores será el precio medio ponderado que resulte de la subasta. Las peticiones no competitivas son, en general, las más adecuadas para el pequeño inversor, puesto que a través de ellas se asegura que su petición sea aceptada (salvo que la subasta quede desierta) y que reciba un interés en línea con el promedio resultante de la subasta.

¿Quién puede realizar peticiones en una subasta del Tesoro español?

Cualquier persona física o jurídica puede participar en las subastas de valores del Tesoro.Las peticiones de los inversores particulares deben estar en poder del Banco de España, salvo excepciones, antes de las 14:00 horas (13:00 horas si se presentan en Canarias) del penúltimo día hábil anterior al de la celebración de la subasta, si se trata de Letras, o del último día anterior en el caso de los Bonos y Obligaciones.

¿Dónde pueden presentarse las peticiones?

Las peticiones pueden presentarse:

- En cualquiera de las sucursales del Banco de España. En este caso los valores adquiridos quedan registrados en una «Cuenta Directa» de Deuda del Estado en el Banco de España. Las Cuentas Directas de Deuda del Estado son un servicio que presta el Banco de España, actuando como una entidad gestora más. De esta forma el inversor se beneficia de unas comisiones que, por lo general, son más reducidas que las de las entidades gestoras, aunque renuncia también a la comodidad de mantener sus valores del Tesoro en su intermediario financiero habitual.
- En cualquier intermediario financiero (banco, caja de ahorros, cooperativa de crédito, sociedad de valores, etc.).
- A través de Internet, en plataformas habilitadas por cualquiera de los anteriores.

¿Se puede vender deuda pública antes de su vencimiento?

Sí. Todos los valores del Tesoro pueden venderse antes de su vencimiento en el denominado mercado secundario. La venta de valores puede realizarse:

- A través de un intermediario financiero (banco, caja, cooperativa de crédito, sociedad o agencia de valores). Las condiciones de la compra y las comisiones se fijan libremente entre el cliente y la entidad, por lo que pueden ser distintas de una entidad a otra.
- A través de la Bolsa. Todos los valores del Tesoro se pueden comprar o vender en la Bolsa, en concreto en el Mercado Electrónico Bursátil de Deuda Pública. En este caso la orden de compra se debe presentar a través de un miembro de la Bolsa, de la misma manera que si se tratara de una acción.

¿Qué es un repo sobre un activo de renta fija?

Un repo es una operación muy común en los mercados financieros que consiste en la compra de un activo financiero con un pacto de venta a un determinado precio y en una determinada fecha[27]. Es habitual que el activo que se compra y vende sea un instrumento de renta fija, así como que una de las dos partes sea una entidad financiera y que el plazo de recompra sea reducido (entre un día y un año). También denominado «cesión temporal de activos», es una alternativa válida para invertir en valores del Tesoro, a un plazo inferior al vencimiento del instrumento de renta fija.

¿Qué es la renta fija privada?

Como se comenta en el capítulo de renta variable, las empresas, para realizar su actividad habitual y desarrollar sus proyectos de inversión, necesitan financiación, y pueden recurrir a los mercados financieros para captarla. Este es el caso del mercado de acciones, pero también el de renta fija. Así, las empresas son, junto con los Estados, los principales emisores de bonos. De esta forma podemos definir la renta fija privada, al menos en el uso más habitual, como aquellos bonos que han sido emitidos por compañías privadas.

A diferencia de la renta fija pública, se considera con frecuencia que el principal elemento diferenciador de la renta fija privada es el riesgo de crédito que se asume, es decir, la posibilidad de perder todo o parte del nominal ante una quiebra del emisor. Como han demostrado los acontecimientos de los últimos años, no es del todo correcto excluir del riesgo de impago la deuda emitida por los Estados y limitarla a la emitida por las empresas.

¿Qué es un pagaré de empresa?

Los pagarés de empresa son títulos emitidos al descuento (rendimiento implícito) que incorporan una obligación de pago al vencimiento (inferior a 18 meses) por parte de un emisor, que puede ser tanto público como privado. Por tanto, podemos decir que un pagaré es un instrumento muy similar a una Letra del Tesoro, pero emitido por una empresa o por una entidad financiera. Es importante señalar que habitualmente los pagarés no son líquidos, es decir, no suele ser posible comprarlos una vez emitidos, o venderlos antes de su vencimiento.

¿Qué es el *rating?*

El *rating,* o calificación crediticia, es una medida de la probabilidad de impago que, según las agencias que lo elaboran, tiene el emisor de un bono. Es este emisor el que contrata a una agencia para que evalúe, de forma independiente, la calificación crediticia del instrumento que va a emitir (o que ha emitido). Así, el inversor podrá tener información adicional sobre el riesgo de crédito que asume al adquirir o mantener un activo. Como es obvio, cuanto mayor sea la probabilidad de impago (peor *rating*) mayor será el tipo de interés que el emisor le debe pagar al inversor, y viceversa. Las tres principales agencias de *rating* (Moody's, Standard & Poor's y Fitch) ofrecen una escala de calificaciones crediticias (ver tabla 1).

Tabla 1. Calificaciones crediticias (rating)

Moody's	S&P	Ficht	
Aaa	AAA	AAA	**Máxima calificación crediticia**
Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA–	AA+ AA AA–	**Alta calificación**
A1 A2 A3	A+ A A–	A+ A A–	**Calificación media superior**
Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB–	BBB+ BBB BBB–	**Calificación media inferior**
Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB–	BB+ BB BB–	**Grado especulativo**
B1 B2 B3	B+ B B–	B+ B B–	**Grado altamente especulativo**
Caa1	CCC+		**Riesgo sustancial**
Caa2 Caa3	CCC		**Extremadamente especulativo**
Ca	CCC– CC C	CCC	**Quiebra inminente**
C	D	DDD DD D	**Quiebra**

Fuente: agencias de *rating*.

¿Qué es un bono grado de inversión o *investment grade?*

Es un bono cuyas probabilidades de impago son reducidas. Siguiendo la lista de calificaciones crediticias de la tabla 1, son aquellos con una calificación BBB- (equivalente a Baa3 según la agencia Moody's) o superior.

¿Qué es un bono especulativo o *high yield?*

Se denomina bono *high yield* a aquel cuya probabilidad de impago es, en opinión de las agencias de *rating,* elevada. Es decir, invertir en ellos comporta asumir un riesgo de crédito que, en caso de materializarse, puede traer consigo sufrir pérdidas en la inversión. En concreto, son aquellos instrumentos con una calificación inferior a BBB- (o a Baa3 por Moody's). De hecho, es también habitual encontrar vehículos de inversión que están especializados en estos activos con un riesgo de crédito mayor y, por tanto, con una rentabilidad mayor (que se podrá conseguir o no).

¿Cómo se puede invertir en renta fija *high yield?*

La inversión en renta fija se puede realizar de forma directa (comprando emisiones en el mercado primario o en el secundario) o indirecta, es decir, a través de instituciones de inversión colectiva (fondos de inversión, ETF, SICAV, etc.). Dado que al invertir en renta fija *high yield* se está asumiendo riesgo de crédito, es muy recomendable contar con una cartera diversificada por emisores y, además, con el apoyo de expertos en un mercado mucho más complejo que el de «grado de inversión». En este sentido, existe una amplia gama de vehículos de inversión, especialmente fondos, que permiten invertir en renta fija *high yield* de forma diversificada, con un mejor tratamiento fiscal y con máxima liquidez, a cambio de unas comisiones de gestión y depositaría[28].

Tabla 2. Fondos de inversión internacionales renta fija high yield *y rentabilidades históricas en distintos períodos de inversión (selección)*

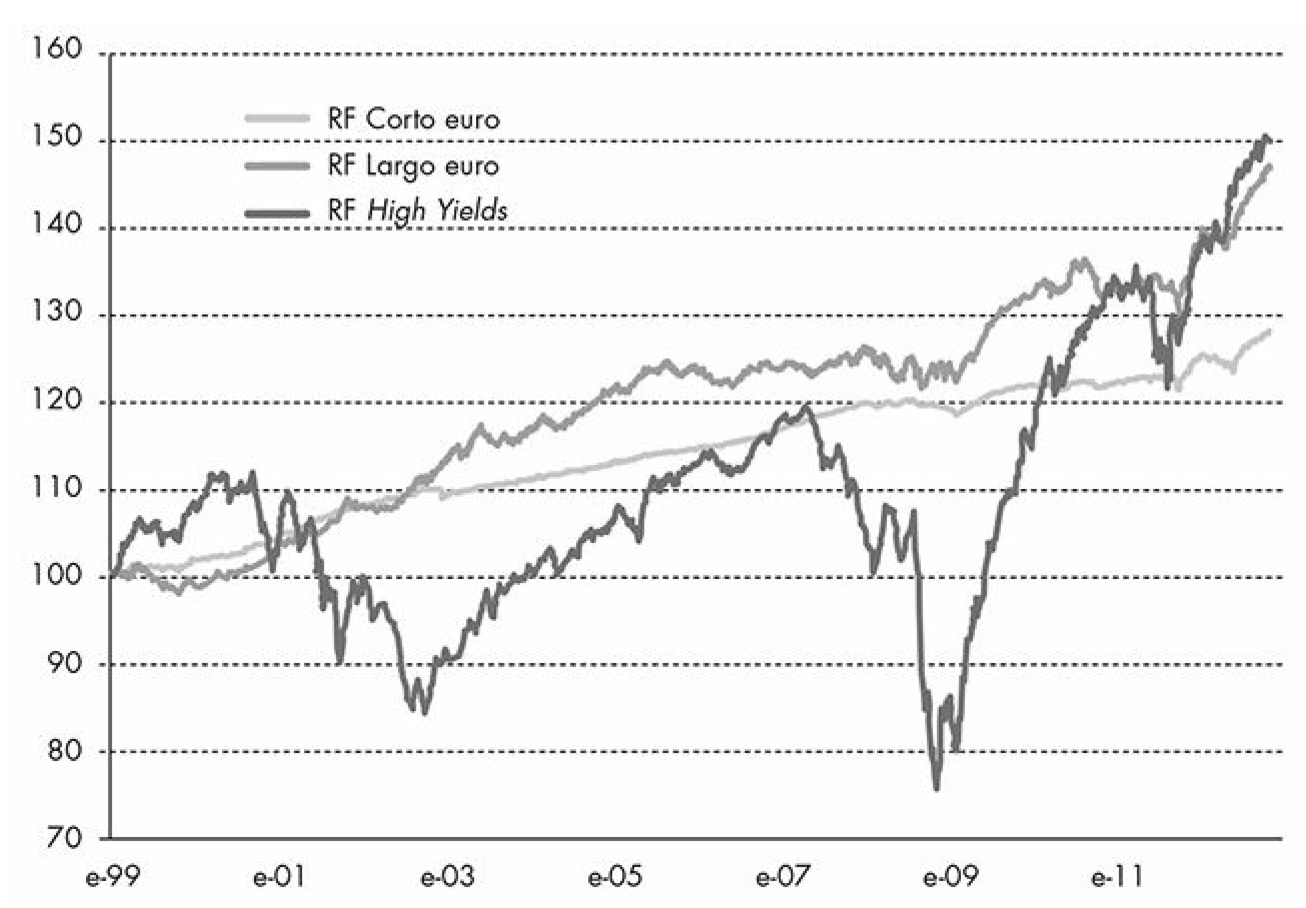
Fondo	3m%	1a%	3a%	5a%
Pioneer Funds - Global High Yield-E Nd Eur	–0,7	11,6	37,1	51,1
Pimco GIS - Global High Yield Bond Fund	2,9	10,8	34,3	47,3
Templeton Euro High Yield Fund-A Ac	3,0	14,0	32,5	45,2
Schroder ISF - Global High Yield-A Eur	3,0	10,8	30,8	44,8
JB Global High Yield Bond Fund-B	3,9	12,3	25,1	37,0
JPMorgan IF - Global High Yield Bond Fund-A Eur Hedged Acc	3,0	10,7	36,9	33,0

Fuente: www.afi.es.

¿Es arriesgado invertir en renta fija *high yield?*

Desde el momento en que las emisiones *high yield* presentan riesgo de crédito, está claro que la inversión en este activo está sujeta a una variabilidad mayor que la renta fija con grado de inversión. En el gráfico 1 se mide la evolución de la inversión en fondos de inversión de las categorías renta fija a corto plazo (es decir, con poco riesgo de mercado), renta fija a largo plazo (con más riesgo de mercado) y *high yield.* Se supone una inversión inicial de 100 euros el 1 de enero de 1999 y se representa en un gráfico la evolución de su valor de mercado. Está claro que en épocas de turbulencias en los mercados y de crisis económica (2001-2002 y 2007-2008), la inversión en este activo arroja pérdidas, que fueron de una cuantía relativamente importante (de entre el 20% y el 25%). En sentido contrario, en los momentos de recuperación económica y de los mercados, las ganancias con este activo pueden ser del orden del 30% y del 40%. El horizonte temporal de inversión recomendado es de, al menos, 3 a 5 años.

Gráfico 1. Evolución de los índices Afi de fondos de inversión renta fija a corto plazo, renta fija a largo plazo y renta fija high yield



Fuente: Afi.

¿Qué es una participación preferente?

Una participación preferente es un valor emitido por una sociedad que tiene elementos comunes a la renta fija y a la renta variable. Por ello se dice que es un instrumento híbrido. De forma similar a un bono, paga cupones (no necesariamente fijos), si bien están condicionados a que el emisor obtenga beneficios[29]. Además, las participaciones preferentes tienen un vencimiento que puede ser conocido de antemano o, lo que es más habitual, tienen carácter perpetuo, es decir, el vencimiento no está fijado, sino que es el emisor quien tiene el derecho de amortizarlas cuando así lo desee.

Las participaciones preferentes, como en el caso de las acciones, son instrumentos de capital que pueden destinarse a la compensación de pérdidas. Es decir, si el emisor de una participación preferente tiene problemas de solvencia, el inversor puede perder una parte o toda su inversión. A pesar de la denominación «preferente», en caso de pérdidas de la sociedad que las emite, en el orden de cobro se sitúan por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados, si bien por delante de las acciones ordinarias y cuotas participativas. A diferencia de las acciones, no tienen derechos políticos.

En conclusión, las participaciones preferentes son un producto complejo y arriesgado que puede generar importantes beneficios, pero también pérdidas, y que, además, suele tener una liquidez reducida.

¿Qué es un bono convertible?

Los bonos convertibles son activos de deuda emitidos por empresas que cuentan con la posibilidad de ser convertidos en acciones cuando llegue el momento del vencimiento. Este activo se sitúa, por tanto, a medio camino entre la renta fija y la renta variable.

Al invertir en bonos convertibles, el inversor realiza una apuesta por una bolsa alcista, ya que compra un bono que le ofrece un rendimiento fijo periódico y, en una fecha o en un plazo de tiempo determinado, la posibilidad de convertir la inversión inicial en acciones de la compañía emisora. Si al vencimiento puede decidir si canjear o no el bono y opta por no hacerlo, se le reembolsa el capital (igual que si se tratara de un bono normal). Pero conviene señalar que lo más habitual es que los bonos sean «obligatoriamente convertibles», es decir, que en el momento de emisión se sabe que, al vencimiento, el emisor entregará un determinado número de acciones al tenedor, a un precio conocido, o no, a priori.

Como ya se ha dicho, los bonos convertibles son una tipología de instrumentos de renta fija con importantes elementos técnicos y con características híbridas entre la renta fija y la renta variable que los hace muy atractivos para la incorporación en una cartera diversificada de activos financieros.

¿Cómo se puede invertir en renta fija convertible?

Salvo que se cuente con una cartera de elevada cuantía (varios millones de euros) y los conocimientos técnicos adecuados, la inversión en renta fija convertible debe realizarse a través de fondos de inversión. La oferta de este producto en España, tanto de gestoras nacionales como, sobre todo, internacionales, es lo suficientemente amplia como para que cualquier inversor particular tenga acceso a este activo financiero aun para cantidades pequeñas (incluso 300 euros).

¿Es arriesgado invertir en renta fija convertible?

El hecho de que la renta fija convertible posea elementos similares a la renta variable provoca que su riesgo sea superior al de invertir en renta fija «normal». Se puede concluir que, efectivamente, tanto *high yield* como convertible son dos tipologías de renta fija que presentan un grado de riesgo superior al habitual y que, aunque no llega al de la renta variable, sí es lo suficientemente elevado como para recomendar que cualquier inversión en sendos mercados se realice con un horizonte temporal de entre 3 y 5 años. En uno menor se puede estar expuesto a sufrir pérdidas que pueden llegar hasta el 15% (al igual, lógicamente, que se pueden conseguir importantes beneficios).

¿Tributa la renta fija en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas?

Sí. Las rentas derivadas de la tenencia o transmisión de los activos de renta fija deben declararse en el IRPF.

¿Cómo tributan los cupones?

Los intereses o cupones periódicos que los activos de renta fija reparten cuando sus titulares son personas físicas tienen la consideración de rendimientos del capital mobiliario del ejercicio en que se perciben. Por tanto, y con independencia de su periodo de generación, su importe neto de los gastos que resulten deducibles (exclusivamente son susceptibles de serlo los de administración y depósito, nunca los de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión) se integra en la base imponible del ahorro del inversor, que en la parte que no corresponda, en su caso, con el mínimo personal y familiar soporta un gravamen progresivo. Sobre este rendimiento se aplica, salvo excepciones, retención a cuenta del IRPF:

Tabla 3. Tributación del ahorro

Euros	Tipo de gravamen (%)	Tipo de retención (%)
Hasta 6.000 euros	21%	
Entre 6.000 y 24.000 euros	25%	21%
A partir de 24.000 euros	27%	

Fuente: elaboración propia.

¿Cómo tributan las rentas generadas en la transmisión de un bono?

Las contraprestaciones derivadas de la transmisión, amortización, reembolso, canje o conversión de los títulos de renta fija tributan de igual forma que los cupones, es decir, tienen la consideración fiscal de rendimientos del capital mobiliario[30]. Dicho rendimiento se computa como la diferencia entre el valor de transmisión, reembolso, amortización, canje o conversión y el precio de adquisición o suscripción. Los posibles gastos se computan, respectivamente, como un mayor valor o coste de adquisición y como un menor valor o precio de transmisión o amortización, siempre y cuando se justifiquen adecuadamente.

En principio, tanto si la operación tiene resultados positivos como negativos, la normativa permite integrar su importe a efectos fiscales. Ahora bien, a pesar de que en el IRPF los rendimientos del capital mobiliario se integran junto con la mayoría de las ganancias y pérdidas patrimoniales en la base imponible del ahorro, se compensan exclusivamente entre sí; por un lado, las ganancias y pérdidas patrimoniales con periodo de generación superior a un año y, por otro, los rendimientos del capital mobiliario con independencia de su periodo de generación (por ejemplo los procedentes de otros activos financieros, pero también de dividendos, seguros, etc.). En ambos casos, si el saldo resultante es negativo, se compensa en los cuatro ejercicios siguientes.

En materia de retenciones, hay que comentar que, aunque existe una obligación genérica de someter a retención a los rendimientos de este tipo de activos, cabe efectuar la siguiente distinción:

- No se practica retención[31] sobre los rendimientos derivados de la transmisión o reembolso de activos financieros con rendimiento explícito siempre que el activo se negocie en un mercado secundario oficial de valores español[32] y esté representado mediante anotaciones en cuenta.
- Sí se practica retención[33] en la transmisión, reembolso o amortización de activos financieros de renta fija privada con carácter implícito; no así en el caso de las Letras del Tesoro[34].

¿Qué ventajas fiscales tienen las obligaciones bonificadas?

El beneficio fiscal del que goza este activo consiste en una bonificación del 95% del tipo de retención aplicable a efectos del derogado Impuesto sobre las Rentas del Capital (IRC), esto es, un 24%, pero bonificado en ese 95%, con lo que la retención efectiva soportada en el momento del cobro del cupón es de un 1,2%. Sin embargo, el titular del activo se deduce como retención a cuenta de su IRPF el importe total de la retención como si no hubiera sido bonificada (esto es, el 24%), si bien no puede originar supuestos de devolución.

¿Qué tratamiento fiscal tienen las participaciones preferentes?

El régimen fiscal de las participaciones preferentes ha sufrido diferentes modificaciones en los últimos años. En la actualidad las rentas derivadas de este tipo de activos se califican de rendimientos del capital mobiliario procedentes de la cesión a terceros de capitales propios y, por tanto, su régimen fiscal es asimilable en su totalidad al tratamiento genérico descrito para los valores de renta fija.

¿Qué tratamiento fiscal tienten los *strips,* o «bonos segregables»?
La retribución que recibe el inversor (diferencia entre el precio de adquisición y el de venta o amortización) está sometida a retención a cuenta del IRPF (ver tabla 3), al tratarse de rendimientos implícitos y no ser Letras del Tesoro.

¿Cómo tributa la renta fija en el Impuesto sobre el Patrimonio?

En el caso de estar obligado a presentar declaración, el valor que el inversor debe incluir en la misma depende de si los activos se negocian, o no, en mercados organizados (ver tabla 4).

Tabla 4. Tratamiento fiscal en el Impuesto sobre el Patrimonio

Valores representativos de la participación en fondos propios	Valoración IP
Negociados en mercados organizados.	Valor de negociación media del cuarto trimestre de cada año.
No negociados; de entidades auditadas.	Valor teórico resultante del último balance aprobado.
No negociados; de entidades no auditadas.	El mayor de: el nominal, el teórico resultante del último balance aprobado o el de capitalización al 20% del promedio de los beneficios de los 3 últimos ejercicios sociales.

Fuente: elaboración propia.

ANEXO 1. ELEMENTOS DE UN INSTRUMENTO DE RENTA FIJA

A continuación ofreceremos de forma resumida los conceptos más importantes de un instrumento de renta fija:

- *Principal o nominal:* es la cantidad que el emisor acuerda pagar al tenedor del bono en la fecha de vencimiento. Sirve como referencia para el cálculo de los cupones. Así, cuando se dice que un bono paga cupón del 5%, hace referencia a un 5% del nominal.
- *Cupón:* es el tipo de interés nominal que el emisor acuerda pagar de forma periódica al tenedor de un bono. Puede ser de cuantía fija o variable y se determina como porcentaje del nominal.
- *Rentabilidad o TIR*: es el tipo de interés indicativo en cada momento del rendimiento del instrumento emitido, que dependerá de las condiciones del mercado (precio) y de las estructura de flujos de caja del bono. No hay que confundir el cupón con la rentabilidad, ya que el primero es fijo y la segunda dependerá del precio al que se adquiera el título.
- *Emisor:* se trata del agente que necesita financiación y, por tanto, se endeuda al emitir el bono. De forma genérica, puede ser de carácter público (Gobierno central, comunidades autónomas, corporaciones locales, etc.) o privado(empresas). El emisor es quien debe hacerse cargo de las obligaciones contractuales contraídas con los prestamistas (fundamentalmente el pago de cupones y la devolución del principal).
- *Vencimiento*: es el momento en el que el emisor del bono devolverá el importe nominal. Se refiere a la fecha en la que cesa la deuda que el emisor tiene con el tenedor del bono.
- *Rating:* calificación crediticia otorgada por una entidad independiente. Mide el riesgo de crédito, es decir, la probabilidad de que el emisor no pueda hacer frente en tiempo y cantidad a las obligaciones de pago contraídas (cupones y devolución del principal).

ANEXO 2. RIESGOS EN RENTA FIJA

El inversor en un instrumento de renta fija asume los siguientes riesgos principales:

- *Riesgo de crédito*. Posibilidad de que el emisor sea incapaz de hacer frente a los pagos comprometidos (cupones y principal) en cantidad y en tiempo.
- *Riesgo de liquidez.* Si el inversor desea deshacer la inversión antes de que se produzca el vencimiento del bono, puede suceder que no encuentre comprador.
- *Riesgo de tipo de cambio*. Si el bono está denominado en una divisa diferente a la que el inversor tiene por referencia, se verá afectado el valor de su inversión por las variaciones que se produzcan en el tipo de cambio entre ambas divisas.
- *Riesgo de inflación*. La inflación erosiona la rentabilidad real de la inversión, ya que aminora el valor real de los cupones futuros, que son fijos. Por tanto, cuanto mayor sea la inflación, menor será la rentabilidad en términos reales del inversor.
- *Riesgo de tipo de interés*. También llamado «riesgo de mercado», hace referencia a la variación del precio del bono ante cambios en el tipo de interés (TIR). Si este sube, el precio del bono cae, y viceversa. Si bien este riesgo no es relevante para un inversor que vaya a mantener el bono hasta el vencimiento, sí lo es para aquel que pretenda venderlo antes o para aquel que valore a diario el valor de mercado (como es el caso de un fondo de inversión).
- *Riesgo de reinversión de cupones*. Hace referencia a la incertidumbre en torno al tipo de interés al que se van a poder reinvertir los cupones cuando se compren, lo que condicionará la rentabilidad efectiva de la inversión al vencimiento. Esta será mayor (o menor) cuanto mayores (o menores) sean los tipos de interés a los que se puedan reinvertir los cupones.

8
MERCADO BURSÁTIL

El mercado bursátil es el mercado financiero más popular, pero no por ello el más importante. Otros, como el de divisas o el de renta fija, le superan en volumen de negociación diaria. Su fácil operativa, su repercusión mediática y, en ocasiones, su acceso más fácil lo convierten en el mercado más conocido entre los inversores particulares.

Cuando un inversor compra acciones se está convirtiendo en dueño de la compañía (lógicamente, en una parte proporcional), vinculando la rentabilidad de su inversión a la de la propia empresa, que le remunerará a lo largo del tiempo repartiendo dividendos. Estos ni están sujetos a un calendario determinado, ni son fijos en cuantía. De ahí que al mercado bursátil también se le denomine «renta variable». Evidentemente, el riesgo que se asume al invertir en acciones es máximo, dado que si la compañía quiebra, el inversor perderá gran parte, o todo, el capital.

Que se invierta en unos títulos cuya rentabilidad depende de la evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias de la compañía no implica que el horizonte temporal sea a largo plazo. Un inversor puede dejar de serlo en cuanto encuentre a otro que esté dispuesto a comprarle las acciones. Este es el origen, y la finalidad, de las Bolsas de Valores: poner en contacto a compradores y vendedores de acciones. El precio al que se transmitan las acciones es lo que se denomina «cotización», cuya variabilidad es en ocasiones muy acusada. Porque el precio de la acción no responde, o no solo, al valor contable de la empresa, sino también a las expectativas de los inversores sobre la futura evolución de los beneficios.

Surgen aquí diversos estilos de gestión: aquellos que invierten pensando en el largo plazo y buscando como fuente de rentabilidad los dividendos y, en el otro extremo, los que tienen como horizonte temporal el plazo muy corto (incluso minutos), cuya vía de beneficios es la diferencia entre el precio de venta y el de compra. Dos enfoques de inversión extremos, entre los que caben posiciones intermedias, que requieren de análisis también distintos (aunque en ocasiones complementarios): el denominado «análisis fundamental», para el plazo más largo, y el «análisis técnico», tal vez más válido, aunque no solo, para el corto.

En este capítulo veremos en qué consiste una acción y qué tipos de acciones existen, así como el procedimiento necesario para llevar a cabo un proceso de inversión o desinversión (cuenta de valores, tipo de órdenes, costes, etc.). También haremos mención a algunos de los principales ratios de valoración bursátiles y finalizaremos estudiando la fiscalidad de las inversiones bursátiles.

¿Qué son las acciones?

Una acción es cada una de las partes en las que se divide el capital social de una empresa. Así, cuando se adquieren acciones se está comprando una parte del capital de esa compañía, convirtiéndose en propietario de la misma en proporción a la participación adquirida.

Supongamos que se desea constituir una empresa y que se opta por la forma jurídica de sociedad anónima. La primera fuente de financiación de esta nueva empresa son los socios fundadores, cuya aportación es el capital social. Imaginemos que se decide dotar el capital con 1.000 unidades monetarias (um)[35] y para ello se emiten 500 acciones de un valor nominal de 2 um cada una. Un inversor que compre, por ejemplo, 100 acciones, tendrá que desembolsar 200 um, convirtiéndose en propietario de un 20% de la compañía.

Una vez emitidas las acciones, se pueden comprar y vender, es decir, se pueden transmitir, bien mediante un acuerdo privado entre las partes, bien a través de un mercado organizado. Este mercado es la Bolsa de Valores, el lugar en el que se encuentran los compradores y los vendedores de acciones. Surge de esta forma el concepto de compañía cotizada, que es aquella cuyas acciones se pueden transmitir (comprar y vender) en bolsa (están «listadas»). En España existen cuatro Bolsas de Valores (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia), en las que coexisten diferentes segmentos de negociación (en función del tamaño de la empresa y de su frecuencia de negociación). El denominado «mercado continuo» es el más líquido, con negociación electrónica y centralizada para órdenes introducidas en cualquiera de las cuatro Bolsas.

En este sentido, es preciso señalar que el precio de transacción es libre, constituyendo la denominada «cotización», que, evidentemente, no tiene por qué coincidir con el valor nominal de la acción (el valor al que se emitió). Siguiendo con el ejemplo anterior, supongamos que la empresa cotiza en bolsa. Quien desee convertirse en accionista en una fecha posterior a la constitución debe acudir al mercado organizado e introducir una orden de compra que se realizará si alguno de los accionistas desea vender. El precio al que acuerden la transacción será la cotización de la compañía en ese momento.

Analicemos un último concepto, el de «capitalización bursátil», o valor de mercado de una empresa. Se calcula multiplicando el número de acciones por el precio de cada una de ellas. Esta cifra representa el desembolso necesario que tendría que realizar un inversor que quisiera comprar toda la compañía[36]. Reiteramos que este es su valor de mercado, no necesariamente el que se deriva de la contabilidad, que es el denominado «valor contable». La diferencia entre estos dos valores vendrá determinada por las expectativas de los inversores sobre la rentabilidad futura de la empresa (a mejores perspectivas, más diferencia entre la capitalización bursátil y el valor contable, como veremos más adelante).

Tabla 1. Ejemplos de capitalización bursátil de compañías españolas

Ejemplos de compañías españolas			
	Número de acciones*	**Cotización****	**Capitalización bursátil***
Banco Santander	9.898,76	5,92 €	58.600,66 €
Iberdrola	6.138,89	3,67 €	22.529,73 €
BBVA	5.382,11	6,20 €	33,369,08 €
Telefónica	4.551,03	10,70 €	48.696,02 €
Repsol	1.256,18	15,48 €	19.445,67 €
Inditex	623,33	98,90 €	61.647,34 €

* Datos en millones.
** A 30 de mayo de 2013.

¿Qué tipo de acciones existen?

No todas las acciones en que se encuentra dividido el capital de una empresa tienen las mismas características. Se pueden diferenciar las siguientes clases de acciones:

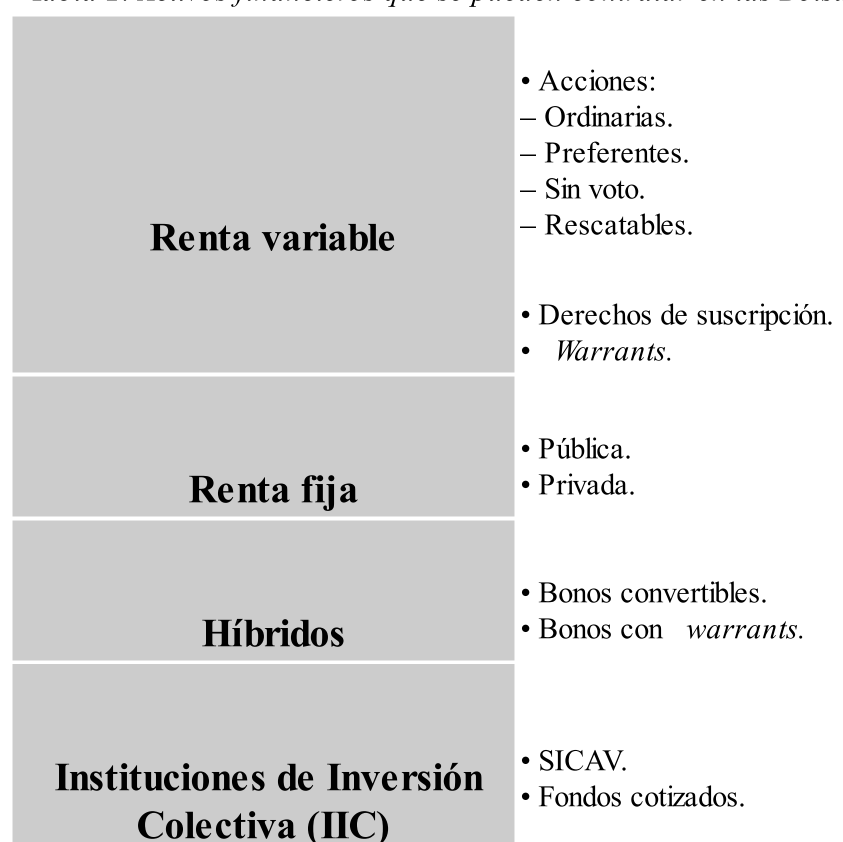
- *Acciones ordinarias*: son los títulos que no cuentan con ningún tipo de derecho especial que vaya más allá de los previstos en la ley y en los estatutos de la sociedad. Las acciones ordinarias confieren los mismos derechos a todos sus propietarios, sin ningún tipo de distinciones.
- *Acciones preferentes:* son aquellas que otorgan a sus titulares algún tipo de derecho especial. Por ejemplo, en un proceso de quiebra de la sociedad, pueden rescatar su inversión antes que los titulares de acciones normales. Otra característica de estos títulos es que suelen estar asociados a un dividendo mínimo o fijo[37].
- *Acciones sin voto:*son acciones que solo poseen derechos económicos. Sus titulares no cuentan con otros derechos, como, por ejemplo, votar en las juntas generales de accionistas.
- *Acciones rescatables:*son acciones que tienen la característica de ser amortizables a solicitud del emisor, del inversor o de ambos, bajo determinados criterios, aunque nunca antes de los 3 años. En caso de producirse este supuesto de amortización, la empresa reduce su capital.

¿Qué son las cuotas participativas?
Las cuotas participativas son instrumentos financieros que pueden emitir las cajas de ahorros españolas y que permiten a los inversores participar en el reparto de los beneficios de la entidad de una forma similar a las acciones de un banco, computando como capital de primera calidad. Como las acciones, se pueden comprar y vender en la Bolsa de Valores. La Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM) fue la primera y, hasta ahora, la única caja de ahorros en emitirlas en bolsa, aunque ha habido algunas emisiones más que se han utilizado para capitalizar entidades en crisis y no han pasado por la Bolsa.

¿Qué son las Bolsas de Valores y para qué sirven?
Como ya hemos señalado, las Bolsas de Valores son el mercado donde se produce la compra y venta de acciones. Es decir, es un mercado secundario. Pero, además, podemos considerar las Bolsas de Valores como un mercado primario. Así, las empresas necesitadas de financiación para sus inversiones pueden acudir a la Bolsa para captar los fondos de los inversores. Por último, podemos considerar una tercera utilidad, pues actúan como fuente de información. La evolución de los precios cotizados de las acciones, así como los índices bursátiles, proporcionan información sobre la posición cíclica de la economía, sobre la opinión de los inversores, datos para la valoración de proyectos de inversión, etc.

¿Se negocian otros activos, además de las acciones, en las Bolsas de Valores?
Sí. Además de las acciones también se negocian otros activos financieros (bonos, derivados, participaciones o acciones de instituciones de inversión colectiva, etc.). En la tabla 2 se muestran los activos financieros que se pueden contratar en las Bolsas.

Tabla 2. Activos financieros que se pueden contratar en las Bolsas



Renta variable	• Acciones: – Ordinarias. – Preferentes. – Sin voto. – Rescatables. • Derechos de suscripción. • *Warrants.*
Renta fija	• Pública. • Privada.
Híbridos	• Bonos convertibles. • Bonos con *warrants.*
Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)	• SICAV. • Fondos cotizados.

Fuente: elaboración propia.

¿Qué es el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE)?

El Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) es el mecanismo que conecta en tiempo real las cuatro Bolsas españolas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia). Este mecanismo de conexión permite que exista un único libro de órdenes por valor, independientemente de dónde se lance la orden de compra o venta de acciones. El mercado continuo acaba con las barreras temporales y espaciales de la negociación, ya que los sistemas de interconexión informática permiten que un valor se negocie desde cualquier lugar de España con mayor rapidez y comodidad, sin que sea necesaria la presencia de los agentes en el parqué. El SIBE no solo permite la contratación continua de valores, sino, además, la difusión de la información bursátil en tiempo real en las pantallas de los operadores. Así, los profesionales conocen en cada momento de la jornada la evolución de cada uno de los títulos cotizados. La transparencia de la información y la rapidez de la difusión contribuyen a agilizar la contratación. Aunque continúan negociándose valores a través del sistema del «corro electrónico» (en el que se han integrado los que antes se negociaban a viva voz), el mercado continuo ocupa el primer lugar en lo que a contratación se refiere.

¿Cuándo empieza y acaba la jornada bursátil?

La jornada bursátil se inicia a las ocho y media de la mañana, con el llamado «periodo de ajuste». En él, durante treinta minutos, los agentes discuten las distintas propuestas sobre precios, pero no se realiza ninguna operación. Se calcula un precio de apertura para cada valor teniendo en cuenta las órdenes pendientes del día anterior y las de la preapertura. El precio de apertura será aquel que:

- Permita que se cruce el mayor volumen.
- Minimice el desequilibrio entre la oferta y la demanda.
- Produzca la menor variación respecto del cierre anterior.

Los valores se pueden contratar desde las nueve de la mañana hasta las cinco y media de la tarde. Después, durante cinco minutos, se produce la denominada «subasta de cierre».

Esquema 1. Jornada bursátil en el SIBE

Periodo de ajuste
Periodo de contratación
Subasta de cierre
8:30
9:00
17:30
17:35

Fuente: elaboración propia.

¿Qué modalidades de contratación existen en el SIBE?

Existen tres modalidades diferentes de contratación en el SIBE:

1. *Contratación principal*. Es la más habitual. A su vez, dentro de esta modalidad podemos distinguir dos subtipos:
   - *Open*: es la empleada para los valores más líquidos.
   - *Fixing*: bajo esta modalidad se negocian los valores menos líquidos. La diferencia radica en que las órdenes se concentran en dos momentos de la sesión, a las 12:00 horas y a las 16:00 horas, que es cuando se fijan los precios.
2. *Mercado de bloques*. Esta modalidad existe para evitar que determinadas operaciones afecten a la negociación habitual, es decir, que distorsionen en exceso los precios de mercado. Por ejemplo cuando hay operaciones acordadas por volúmenes significativos, o bien a precios que superan la máxima variación acordada. También se subdivide en dos:
   - *Convenidos*: esta modalidad se utiliza para comunicar bloques previamente casados. El volumen debe ser superior a 600.000 euros y al 2,5% de la media diaria de contratación. El abanico de precios se calcula como el +-1% del precio medio de compra-venta.
   - *Modalidad de bloques parametrizados:* esta modalidad puede usarse para negociar y comunicar bloques de acciones con una variación de precios del 15% respecto al precio de referencia. El volumen de los bloques ha de ser superior al 5% de la media diaria contratada y a 1.200.000 euros.
3. *Operaciones Especiales*. Se realizan en un horario establecido desde las 17:30 horas a las 20:00 horas. En él se negocian bloques con contrapartidas fijadas de antemano. Pueden ser de dos tipos:
   - *Comunicadas*: tienen que superar un volumen de 300.000 euros y el 20% de la contratación media diaria. Su precio debe estar en el entorno del 5% del precio de cierre o del precio medio ponderado.
   - *Excepcionales autorizadas:* deben ser aprobadas por la Comisión de Contratación y Control (se trata de ver si es necesario obligar a una OPA). El volumen debe superar 1,5 millones de euros y el 40% de la contratación media diaria.

¿Quién ejecuta las órdenes de compra y venta de acciones?

La operativa en las Bolsas de Valores solo puede ser realizada por las empresas autorizadas, en concreto, por las Agencias de Valores (AV) y por las Sociedades de Valores (SV), que son dos de los cuatro tipos de Empresas de Servicios de Inversión (ESI) que existen en España[38]:

Además, las entidades de crédito (bancos, cooperativas de crédito y cajas de ahorros), aunque no sean ESI, también pueden llevar a cabo todas las actividades propias de aquellas, siempre que así figure en su régimen jurídico y estatutos y cuenten con autorización del Banco de España.

Por tanto, para comprar o vender acciones, es imprescindible contar con una entidad especializada que, a cambio, cobrará una determinada comisión, cuyo importe puede diferir[39], de igual forma que el nivel de servicio[40]. Surge aquí, por tanto, la necesidad de elegir con quién operar. Para ello, un último apunte: no todas las entidades tienen acceso directo a los mercados de valores. En cada mercado suele limitarse el acceso directo a algunas entidades que tienen una autorización especial y que cumplen con unos requisitos específicos impuestos por cada mercado. En el caso de las Bolsas de Valores, solamente aquellas entidades que tienen la condición de «miembros del mercado» están autorizadas para comprar y vender directamente en las Bolsas correspondientes. Pero esto no quiere decir que solo se pueda realizar una compra o venta de valores a través de un miembro del mercado. Las órdenes también pueden ser tramitadas a través de entidades que no sean miembros. Estas entidades se encargarán de transmitir las órdenes de compra o venta de acciones a los miembros de los mercados, que serán quienes las ejecuten. Una vez realizada la operación en el mercado, el miembro de la Bolsa que la haya tramitado la comunicará a la entidad.

¿Cómo podemos asegurarnos de que una entidad está autorizada?

La vía más recomendable para verificar que la entidad con la que se quieren realizar las órdenes de compra y venta con acciones es «fiable» es consultar en los registros públicos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) o del Banco de España si está debidamente autorizada para prestar servicios de inversión.

¿Qué es una cuenta de valores?

Una cuenta de valores es un registro contable. Es muy similar a una cuenta corriente, pero en la que se anotan, en lugar de un saldo de dinero, valores mobiliarios. Es decir, en una cuenta de valores se registran las acciones que se han comprado. Para invertir en bolsa es imprescindible su apertura, así como la firma de un contrato de custodia y administración de valores con un intermediario (entidad financiera). Este intermediario puede ser el mismo a través del cual se ejecuten las órdenes de compra y venta, o uno diferente. La cuenta de valores debe tener asociada una cuenta corriente de la cual se tomará el dinero cuando se dé una orden de compra y donde se abonará cuando la solicitud sea de venta. A través de la cuenta de valores se administrará la cartera de valores (compraventas, suscripciones, cobro de dividendos, primas por asistencia a las juntas generales de accionistas, etc.).

Todos los conceptos por los que puede cobrar comisiones la entidad, así como su importe máximo, están recogidos en un folleto de tarifas, que son públicos y deben estar registrados obligatoriamente en la CNMV.

La entidad depositaria que realiza la custodia y administración de valores está obligada a tener al día las posiciones del cliente, facilitarle los derechos derivados de la tenencia de la cartera e informarle de las operaciones que requieran de sus instrucciones. El inversor, por su parte, puede exigir el envío de información periódica sobre el estado de sus inversiones y de los gastos originados por su mantenimiento. En este punto, hay que señalar que cada entidad elige la base sobre la que calcula la comisión de custodia y administración (que puede ser el nominal de los valores o el efectivo liquidado), que puede existir un importe mínimo por operación, etc. Es importante, por tanto, que el inversor tenga claros las comisiones y gastos asociados a la cuenta de valores, así como a la transmisión y ejecución de órdenes.

¿Qué es una orden bursátil?

Una orden bursátil es un encargo formal o instrucción que el inversor realiza a un intermediario financiero para que lleve a cabo una operación de compra o de venta de acciones (aunque también de instrumentos de renta fija, de divisas, etc.). En toda orden de valores se debe comunicar con claridad cuándo, cómo y/o por qué cantidad se desea que se ejecute la operación.

¿Qué tipo de órdenes se pueden dar en el mercado bursátil?

El Sistema de Interconexión Bursátil español (SIBE) permite realizar tres tipos de órdenes:

1. *Orden limitada.* En este tipo de órdenes se fija un precio por encima del cual no se podrá comprar o por debajo del cual no se podrá vender. Es decir, se establece un precio máximo para la compra o uno mínimo para la venta. Por ejemplo, una orden de compra de acciones de Telefónica a 10 euros, o menos, o una orden de venta de acciones de BBVA a 7 euros, o más. Estas órdenes son las más convenientes cuando lo que se quiere es asegurar el precio de la operación sin importar la rapidez de la ejecución (o incluso si no importa que no se realice por la totalidad de acciones deseada). Una orden limitada se ejecuta de forma inmediata si se encuentra contrapartida a ese precio o mejor. Si no hay contrapartida, o la que hay no proporciona un volumen suficiente, la propuesta o la parte restante permanece en el libro de órdenes a la espera de contrapartida (pero, atención, sí se realiza la operación por el número de acciones que tienen demanda u oferta).

   Ejemplo: supongamos que un inversor está interesado en una acción que tiene las órdenes de compra y venta que aparecen en la tabla 3. Si introduce una orden de compra limitada, por ejemplo a 15,12 euros, la operación no se ejecutará, dado que el precio más bajo al que algún inversor está dispuesto a vender es 15,13 euros. Si introduce una orden limitada de compra a 15,13 euros por 250 acciones, comprará a ese precio, pero solo 150 títulos, quedando los 100 títulos restantes pendientes. Si la orden de compra limitada es a 15,14 euros, se ejecutará la orden por el total de acciones: 150 a 15,13 euros y 100 a 15,14 euros (a este precio se podrían haber comprado otros 75 títulos).

Tabla 3. Órdenes de compra y venta sobre el valor XYZ

Compra		**Venta**	
Volumen	***Precio***	***Volumen***	***Precio***
300	15,12	150	15,13
400	15,11	175	15,14
200	15,10	300	15,16
150	15,07	50	15,18
500	15,03	150	15,19
300	15,01	100	15,20

Fuente: elaboración propia.

   De forma equivalente, si un inversor introduce una orden de venta limitada de 750 acciones a un precio de 15,13 euros, no se ejecutará. Sin embargo, si la introduce a 15,12 euros, entonces se realizará por un total de 300 acciones.

Para poder vender los 750 títulos mediante una orden limitada, tendrá que introducir un precio de 15,10. En este caso venderá 300 acciones a 15,12, 400 a 15,11 y 50 a 15,10 euros. Este, 15,10 euros será el precio de la acción a efectos de información de mercado (no es, evidentemente, el que recibirá el vendedor, ya que ha vendido a varios precios). En este punto resulta útil señalar que cuando el precio de una acción cae (o sube), sucede porque se ha producido una transacción. Es decir, en situaciones de *crash* no es correcto decir que nadie compra acciones. Alguien tiene que comprar, ya que si no, no se dispondría de un precio. De hecho, como es obvio, se compran y venden el mismo número de acciones.

2. *Orden de mercado.* Son órdenes sin precio de compra o de venta, por lo que se ejecutará al mejor precio que ofrezca la parte contraria (el más alto si se quiere vender y el más bajo en una operación de compra). Este tipo de órdenes es la que se recomienda cuando interesa realizar la operación, más que hacerlo a un precio favorable. De hecho, el riesgo de este tipo de órdenes para el inversor es que no controla el precio de ejecución. Es más, se puede ejecutar a diversos precios, lo que implica que se están realizando diversas operaciones, con los costes que puede implicar.

Así, en el ejemplo anterior, si se introduce una orden de compra de 500 acciones, se realizarán 3 operaciones: 150 a 15,13, 175 a 15,14 y 175 a 15,16 euros. Si se introduce una orden de venta de mercado por 1.000 acciones, se venderán 300 a 15,12, 400 a 15,11, 200 a 15,10 y 100 a 15,07 euros.

3. *Orden por lo mejor.* Son órdenes que se introducen sin precio y se realizan al mejor precio disponible en el momento en que la orden es introducida. Si hay menos volumen de acciones del que se desea comprar o vender a ese precio, el exceso queda en espera hasta que haya disponibilidad al precio deseado. La ordenpor lo mejor se utiliza cuando el inversor quiere asegurarse una ejecución inmediata, pero también desea ejercer cierto control sobre el precio. El objetivo es que la orden no «arrastre», es decir, que no se ejecute a varios precios.

En el ejemplo que estamos siguiendo, si se introduce una orden de compra de 300 acciones por lo mejor, se ejecutará por un volumen de 150 a un precio de 15,13 euros (las otras 150 quedarán pendientes en el libro de órdenes). Si se introduce una orden de venta de 500 acciones por lo mejor, se realizará la operación pero sólo por 300 acciones, y a un precio de 15,12 euros.

¿Existen condiciones adicionales para las órdenes?

Sí. Los tres tipos de órdenes pueden estar sujetos a las condiciones de ejecución que se muestran a continuación:

- *Volumen mínimo:* especifica una cantidad mínima de títulos que debe ser aceptada. Si no hay disponibilidad de contratar ese volumen de títulos, la propuesta es rechazada por el sistema. Por ejemplo, se desean adquirir 1.000 acciones de Telefónica, con un mínimo a comprar de 600 acciones. Si existe disponibilidad de, al menos, esas 600 acciones, la orden se ejecuta por la cantidad disponible, hasta las 1.000. Si no (por ejemplo, solo hay disponibles 500 acciones), la orden es rechazada.
- *Todo o nada:* similar a la anterior, pero solo se ejecuta si es posible adquirir la totalidad. En caso contrario, se anula. Por ejemplo, se desean adquirir 1.000 acciones de Telefónica, y si solo existe disponibilidad de 600 acciones, la orden se rechaza.
- *Ejecutar o anular:* en este caso la orden se ejecuta de manera automática para la parte para la que exista contrapartida al introducir la orden. La parte que no se ejecuta es eliminada del sistema. Por ejemplo, si se desean adquirir 1.000 acciones de Telefónica y solamente hay disponibilidad de 600, se ejecuta la orden por esa cantidad y se anula la orden por la 400 restantes.
- *Volumen oculto:* con esta opción se muestra al sistema solamente una parte del volumen total de la orden. Una vez es ejecutada esa parte, el resto se va ejecutando en paquetes del mismo volumen que el primero. Esta clase de ejecución se realiza en órdenes de gran volumen. De esta forma no se aprecia el interés por la compra o venta de una participación importante de una compañía y se evitan distorsiones en la cotización de la acción.

¿Qué canales existen para transmitir una orden a un intermediario?

Existen tres canales para dar las órdenes de valores:

1. *Presencial.* Es el medio tradicional. El cliente acude a la oficina de la entidad y firma un escrito en el que se especifican los términos de la orden.

2. *Por teléfono.* Hay que diferenciar dos situaciones:

- Órdenes dadas a través de un servicio contratado por el cliente (por ejemplo, banca telefónica). En este caso las entidades deben establecer los medios necesarios para identificar al ordenante (mediante la correspondiente clave o contraseña) y grabar la comunicación de la orden.
- Órdenes realizadas de forma esporádica «de viva voz». En este supuesto, el cliente, después de dar sus instrucciones, debe confirmarlas por escrito.

3. *Internet.*A través de este canal los clientes pueden operar desde cualquier lugar y a cualquier hora. Además, por lo general, los costes asociados son más bajos. Ahora bien, es importante señalar que las cotizaciones que se observan en las pantallas suelen tener un desfase (de unos segundos o, a veces, de minutos), es decir, no son en tiempo real. Esto es importante si se quiere dar algún tipo de orden condicionada[41].

¿Qué gastos implica invertir en bolsa?

La compra y venta de acciones implica soportar una serie de gastos aplicados por los agentes implicados en la operativa. Se pueden distinguir cuatro tipos de gastos:

- *Costes de intermediación.*Los cobra el intermediario por la recepción, transmisión, ejecución y liquidación de las órdenes. Las tarifas las fija la entidad libremente, con la condición de que sean publicadas en un folleto informativo.
- *Cánones de contratación de la Bolsa.*Es un gasto que aplican los mercados bursátiles y que los intermediarios trasladan al cliente. Se fijan en función del efectivo negociado con unas cantidades mínimas y máximas, según se detalla en la siguiente tabla.

Tabla 4. Cánones de bolsa

Canon de bolsa		
Desde	***Hasta***	***Tarifa aplicable***
,00 €	300 €	11,10 €
300,01 €	3.000 €	12,45 € + 0,024 %
3.000,01 €	35.000 €	14,65 € + 0,012 %
35.000,01 €	70.000 €	16,40 € + 0,007 %
70.000,01 €	140.000 €	19,20 € + 0,003 %
Más de 140.000,01 €		13,40 €

Fuente: BME.

- *Cánones de liquidación de Iberclear.* Se trata de un gasto derivado de la compensación y liquidación de los valores. Al igual que el canon de bolsa, el intermediario traslada este coste al cliente. Se aplica según una tarifa única de la forma que se muestra en la tabla siguiente.

Tabla 5. Cánones de liquidación de Iberclear

Canon de liquidación de Iberclear		
Tarifa única	***Mínimo***	***Máximo***
0,0026% sobre el efectivo de la operación	0,10 €	3,50 €

Fuente: Iberclear.

- *Comisiones de administración y custodia.* También son aplicadas por el intermediario y fijadas de manera libre por este. Deben figurar detalladas en el contrato de administración y custodia que se firma con la entidad.

Como ejemplo ilustrativo, supongamos que un particular quiere adquirir acciones por importe de 2.000 euros, para lo cual acude a una entidad financiera que actúa como intermediario de la operación. Según le informa la entidad, la operación conlleva unos costes de intermediación del 0,25%, con un importe mínimo de 6,00 euros y un coste de administración y custodia de un 0,10%, con un importe mínimo de 1,50 euros. De esta forma, los gastos totales que deberá asumir el cliente serán de 11,03 euros, tal y como se calcula en la tabla 6.

Tabla 6. Ejemplo de costes asociados a un compra de acciones

Intermediación (2.000 € × 0,25% = 5,00 €)	Mínimo = 6,00 €
Admón. y custodia	2,45 € + (2.000 € x 0,024%) = 2,93 €
Canon de bolsa	Mínimo = 0,10 €
Canon de Iberclear (2.000 € × 0,0026% = 0,05 €)	2.000 € × 0,10% = 2,00 €
Total	**11,03 €**

Suponiendo que las acciones se mantienen un año.
Fuente: elaboración propia.

Tabla 7. Recomendaciones de la CNMV

- Dado que los folletos indican tarifas máximas, es posible que en la práctica la entidad aplique otras inferiores (nunca superiores).
- Al abrir su cuenta de valores, exija que le entreguen por escrito las tarifas que le van a aplicar realmente.
- Además, antes de ordenar cualquier operación individual, pida que le detallen por escrito los costes totales, en la medida en que sea posible calcularlos.
- Aunque las tarifas se definan como porcentajes sobre las cantidades negociadas, es habitual que se fijen también importes mínimos. En este caso, la comisión aplicada puede suponer un elevado porcentaje del importe de la operación, si este es reducido.
- Las operaciones en mercados extranjeros pueden generar otro tipo de gastos. Evite sorpresas pidiendo por adelantado el detalle de los mismos.

Fuente: CNMV.

¿Cuáles son las vías para obtener beneficios con las acciones?

Existen varias formas de obtención de beneficios invirtiendo en renta variable. La primera y más conocida es la revalorización de las acciones, es decir, la diferencia entre el precio al que se venden y al que se compraron. La segunda es el cobro de dividendos. Un dividendo es un flujo en efectivo que se corresponde con la parte del beneficio que una compañía decide repartir entre sus accionistas[42]. La cuantía del mismo, así como su periodicidad y fecha de pago, se deciden en la Junta General de Accionistas. La rentabilidad por dividendo se calcula dividiendo el importe del mismo entre el precio pagado por la acción (como más adelante se verá). En la tabla 8 se muestran algunos ejemplos de estas dos maneras de obtención de rentabilidad con acciones.

En el ejemplo 1, en el que se supone que se ha comprado una acción por 10 euros, se obtiene rentabilidad tanto por la revalorización del título (se vende a 12 euros) como por el cobro del dividendo. En concreto, se ha obtenido un dividendo de 0,50 euros, lo que implica una rentabilidad por dividendo del 5,0%, al que hay que sumar el 20% obtenido por la venta de la acción. El beneficio total del inversor ha sido de un 25%. En el ejemplo 2 solamente se obtiene rentabilidad por el dividendo cobrado, ya que la venta de la acción se realiza al mismo precio que se compró (10 euros). En el ejemplo 3 se muestra cómo la pérdida por la venta de las acciones a un precio inferior al que se adquirieron puede verse compensada, aunque solo parcialmente en este caso, por la rentabilidad por dividendo (el inversor pierde 0,50 euros, lo que implica una minusvalía del 5,0% de su inversión inicial).

¿Qué es una ampliación de capital liberada?

Además de las dos formas de obtención de beneficios comentadas anteriormente (dividendos y plusvalías en la venta), existe una tercera vía por la que un accionista puede ser retribuido, lo que se denomina una ampliación de capital liberada. Consiste en una emisión de nuevas acciones a cargo de reservas de la propia compañía. En ella, cada accionista recibe un número de derechos de manera proporcional a su participación en el capital de la compañía (generalmente un derecho por cada acción que se posea), que puede canjear por acciones nuevas en una proporción que establece la entidad, o venderlos en el mercado (o una combinación de ambas). Es decir, en una ampliación de capital liberada el accionista recibe acciones, sin necesidad de desembolsar dinero. O, si lo prefiere, puede optar por vender los derechos en el mercado secundario. O, como tercera alternativa, recibir acciones y dinero. En definitiva, como decimos, es otra vía de remuneración de los accionistas. En la tabla 9 se muestran ejemplos de ampliaciones de capital liberadas.

En el primer ejemplo, un accionista con 1.000 acciones de la compañía tendría derecho a recibir 40 acciones nuevas en la ampliación de capital liberada, ya que la proporción es de 1 acción nueva por cada 25 antiguas que se tuvieran. De esta forma, dado que el accionista no debe realizar ningún desembolso por esas acciones que recibe y que la cotización actual de la empresa es de 10 euros, la retribución equivalente para el accionista es de 400 euros o un 4%.

En el segundo ejemplo, los accionistas tienen derecho a recibir 1 acción nueva por cada 50 antiguas que tuvieran en cartera. En este caso, un accionista con 2.000 acciones recibiría, al igual que en el ejemplo anterior, 40 acciones nuevas que, a una cotización actual de 10 euros por acción, equivaldrían a una retribución de 400 euros. En cambio, el rendimiento sería del 2% al contar con una cartera valorada en 20.000 euros.

En el tercer caso, un accionista con 1.000 acciones en cartera recibiría en la ampliación de capital liberada 1 acción nueva por cada 20 antiguas que poseyera, es decir, 50 acciones. Con la cotización actual de la compañía de 6 euros por acción, la retribución equivalente sería de 300 euros, inferior a la de los dos ejemplos anteriores. No obstante, dado que su cartera está valorada en 6.000 euros, el rendimiento por la ampliación de capital sería del 5%.

¿Qué es una OPA, una OPV y una OPS?

OPA, OPV y OPS son tres conceptos usados con relativa frecuencia y que, si bien tienen elementos en común, son muy diferentes desde la perspectiva de un inversor en acciones, por lo que conviene conocerlos. Estos tres tipos de operaciones están relacionados con procesos de fusión entre empresas (o adquisición de una empresa por otra), en el caso de la OPA, con salidas a cotización en Bolsa (OPV), y con ampliaciones de capital (OPS).

- *Oferta Pública de Adquisición (OPA):* es una oferta de compra de acciones lanzada al mercado con objeto de adquirir una determinada participación en una empresa (normalmente la mayoría, pero no siempre es así). El precio suele ser superior al de mercado con el fin de favorecer la aceptación, establecida en un plazo fijado.

  «La compañía XYZ ha lanzado una OPA por el 100% de la compañía ABC, a un precio de 10 euros por cada acción. Nada más conocerse la noticia, la cotización de ABC ha subido un 20%».

- *Oferta Pública de Venta (OPV):*se ofrece al público una parte o la totalidad de las acciones de una empresa. Este tipo de operaciones las suele realizar, por ejemplo, un Estado cuando lleva a cabo privatizaciones totales o parciales de empresas públicas, o grandes accionistas de empresas cotizadas que quieren desinvertir. En este caso la venta puede ser o no por la mayoría de la compañía.

  «La familia González, propietaria de la compañía AAA, va a realizar un OPV. A través de esta operación, se va a desprender de un 20% de la compañía, que empezará a cotizar en bolsa».

- *Oferta Pública de Suscripción (OPS):*a diferencia de una OPV, las acciones que se ofrecen proceden de una ampliación de capital, es decir, son de nueva creación.

  «La empresa cotizada ZZZ va a realizar una ampliación de capital por importe de 200 millones de euros. Con esta OPS, se emitirán 100 millones de acciones nuevas».

Tabla 10. Comparativa de OPA, OPV y OPS

	Resumen de operaciones		
	OPA	***OPV***	***OPS***
Empresa	Compra	Vende	Vende
Público	Vende	Compra	Compra
Tipo de acciones	Antiguas	Antiguas	Nuevas

 ***Objetivos***	Fusión / Absorción	Privatización / Desinversión	Captación fondos / Salida a bolsa

Fuente: elaboración propia.

¿Qué es un *split?*

Un *split* es el desdoble en el valor nominal de las acciones de una empresa. Con este tipo de operaciones no cambia el valor de la inversión ni la capitalización bursátil de la compañía. Para comprobarlo, supongamos que las acciones de la empresa XYZ tienen un valor nominal de 1 euro y una cotización en el mercado bursátil de 25 euros. El Consejo de Administración decide realizar un *split* de 1 por 2. Esto significa que el accionista que posee 1 acción pasará a tener 2, con un valor nominal unitario de 0,5 euros y una cotización de 12,5 euros. Su inversión (2 acciones de la empresa XYZ) seguirá teniendo un valor de mercado de 25 euros.

¿Qué es un *contrasplit?*

Es la operación contraria a un *split,* es decir, disminuir el número de acciones en circulación mediante el aumento del valor nominal de las que se mantienen. Supongamos una empresa cuyas acciones tienen un valor nominal de 0,50 euros. Si se opta por un *contrasplit* 5 por 1, entonces el valor nominal pasaría a ser de 2,50 euros. Un accionista con 1.000 acciones pasaría a tener 200, pero, como sucede en el caso del *split,* el valor de la inversión no cambia.

¿Cuál es la fiscalidad de las ganancias y pérdidas de la compra y venta de acciones?

La rentabilidad obtenida en las transmisiones de acciones se califica fiscalmente como ganancia de patrimonio (no sujeta a retención) formando parte, cuando su periodo de generación sea superior a un año, de la base imponible del ahorro del IRPF, que tributa a un tipo de gravamen del 21% hasta los 6.000 euros, entre 6.000 y 24.000 euros al 25%, y al 27% a partir de 24.000 euros. En el caso de operaciones con periodo de generación igual o inferior a un año, las ganancias forman parte de la base imponible general que tributa a una escala progresiva de gravamen, que oscila entre el 24,75% y el 52% (salvo que la comunidad autónoma de residencia hubiese aprobado otra diferente). Los gastos satisfechos son deducibles a través de su incorporación al valor de adquisición y enajenación, respectivamente.

Es importante tener presente la norma antiaplicación, que establece que la pérdida patrimonial que se genera al vender un valor puede compensarse siempre que durante los dos meses anteriores y los dos posteriores no se hayan adquirido valores homogéneos, es decir, idénticos.

Cuando se transmiten acciones homogéneas pero adquiridas en distintas fechas, se considera que las transmitidas son aquellas adquiridas en primer lugar (criterio FIFO).

Existe un régimen transitorio con coeficientes de abatimiento para ganancias procedentes de valores adquiridos antes del 31 de diciembre de 1994, únicamente aplicables a la ganancia obtenida hasta el 20 de enero de 2006 y tomándose como referencia objetiva del cálculo el valor a efectos del Impuesto sobre el Patrimonio del año 2005.

¿Cuál es la tributación de los dividendos?

Los dividendos cobrados se califican fiscalmente como rendimientos del capital mobiliario derivados de la participación en los fondos propios (sujetos a retención del 21% y con derecho a una exención de 1.500 euros anuales), que forman parte de la base imponible del ahorro del IRPF que tributa a un tipo de gravamen del 21% hasta los 6.000 euros, entre 6.000 y 24.000 euros al 25% y al 27% a partir de 24.000 euros, siendo deducibles los gastos de administración y depósito pero no los de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión.

Es importante volver a señalar que no es posible aplicar esta exención de 1.500 euros anuales si el dividendo procede de valores adquiridos en los dos meses anteriores cuando, con posterioridad y dentro del mismo plazo, se produzca una transmisión de valores homogéneos, es decir, idénticos.

9
MATERIAS PRIMAS

El precio de las materias primas *(commodities)* ha aumentado considerablemente en los últimos años, lo que ha derivado en un mayor interés por ellas. Pero este incremento de la atención no solo se ha producido en las autoridades monetarias por su impacto sobre la inflación o en las económicas por los efectos sobre el crecimiento del PIB y la capacidad de consumo de los habitantes, sino también en los inversores financieros. La constatación de que las materias primas son un activo financiero más ha llevado a los gestores profesionales (y a particulares) a considerar la inclusión de las materias primas en sus carteras diversificadas. Como respuesta a esta demanda —pero también aumentándola en un proceso de autoalimentación—, se han desarrollado en los últimos años un buen número de vehículos de inversión. Estos tienen características diferenciales, lo que provoca que, en ocasiones, tan importante o más que elegir la materia prima a comprar o vender (así como el momento de hacerlo) sea optar por el mejor vehículo para ello.

La intención de este capítulo es exponer las vías mediante las cuales se pueden tomar posiciones sobre la futura evolución del precio de una materia prima o invertir en vehículos gestionados por expertos. En este sentido, el presente capítulo exige unas advertencias importantes. Por limitaciones de extensión, no pueden figurar todas las alternativas existentes, por lo que nos centraremos en unas pocas que los autores o bien utilizamos, o bien conocemos, aunque somos conscientes de que el universo de inversión es mucho más amplio. La inclusión de una alternativa no debe considerarse como una recomendación de compra, del mismo modo que la no inclusión no es una recomendación de venta.

¿Qué factores explican la evolución de las materias primas?

Desde marzo de 2009, las materias primas han vuelto a registrar, como ya sucedió entre el inicio de 2006 y el verano de 2008, un intenso proceso de encarecimiento. Existe consenso en vincular este proceso a argumentos estructurales, como el aumento de la demanda en países emergentes, asociado, a su vez, a la expansión del PIB (para las materias primas industriales) y de la renta personal disponible (con mayor poder explicativo para las alimenticias y, en menor medida, para las preciosas). Por su parte, en los países desarrollados, el aumento de la demanda de materias primas está más ligado a las energías renovables y, por tanto, estas afectarían especialmente a ciertas materias primas agrícolas *(soft commodities)*. Tras estos argumentos podrían enumerarse otros más coyunturales, como las malas cosechas o los desastres naturales, cuyo impacto depende del nivel de inventarios en cada momento, que, a su vez, por sí solo tiene poder explicativo de la evolución del precio.

Pero la literatura que demuestra la distorsión que provocan los inversores financieros sobre la evolución de las cotizaciones de las materias primas es ya abundante. De esta forma, como sucede en el caso de cualquier otro activo financiero, el precio está condicionado por factores «fundamentales», en mayor medida cuanto mayor es el horizonte temporal. Pero cuando este es relativamente reducido (semanas o meses), variables más asociadas a aspectos especulativos ganan capacidad explicativa y predictiva. En consecuencia, se ha generalizado la idea de que las materias primas son un activo financiero más cuya inclusión en una cartera diversificada puede mejorar el binomio rentabilidad/riesgo.

¿Es posible invertir de forma directa en materias primas?

Sí. Es obvio que la primera alternativa para invertir en materias primas es la más antigua, es decir, su adquisición directa. Esta es una alternativa válida para las materias primas preciosas, como el oro, la plata, el platino y el paladio. Como principales inconvenientes de esta vía se pueden señalar la menor liquidez, la menor transparencia en el precio de compra y venta, el coste de almacenaje, así como el potencial riesgo de fraude, asociado a la calidad del producto comprado. Este último aspecto es relevante por cuanto la inversión de forma directa se suele concentrar, como ya hemos comentado, en los metales preciosos.

Tabla 1. Inconvenientes de la inversión directa en materias primas

• Menor liquidez. • Menor transparencia en el precio de compra y venta. • Coste de almacenamiento. • Riesgo de fraude. • Se limita a las materias primas preciosas

Fuente: elaboración propia.

A los canales de venta más habituales (establecimientos comerciales) se les ha unido en los últimos años Internet, donde existe una importante lista de sitios web en los que comprar (y también vender) lingotes de metales preciosos.

¿Existen vías alternativas para invertir en materias primas preciosas? ¿Qué es un ETC?

Una alternativa a la inversión directa en materias primas preciosas es hacerlo a través de vehículos financieros, en concreto los ETC o Exchange TradedCommodities. De forma similar a los ETF (Exchange Traded Funds[43]), su evolución reproduce la de la cotización de una determinada referencia, en este caso, el precio de una materia prima. Es decir, comprar un ETC sobre el oro implica asumir un riesgo sobre la evolución de su precio equivalente al de una compra de lingotes, pero sin los inconvenientes expuestos en la tabla 1. A cambio de las ventajas de invertir a través de un ETC, este soporta comisiones (como es el caso de un ETF o de un fondo de inversión), al tiempo que el inversor soporta costes por la compra, venta y depósito (como en el caso de los ETF y de las acciones).

Lo primero que conviene decir es que los ETC son instrumentos de renta fija, pero sin riesgo de crédito[44], ya que están garantizados y respaldados por el metal físico subyacente. Es decir, detrás de cada participación de un ETC existe la materia prima. Por ejemplo, en el caso del ETC del oro, cada título está respaldado por lingotes que se mantienen en las cámaras acorazadas del custodio y que se valoran todos los días al precio fijado en Londres al cierre de la sesión, que se utiliza para calcular el valor liquidativo del ETC. Una última advertencia relevante: puede ser que el ETC esté denominado en dólares estadounidenses (USD), por lo que la evolución del valor de la inversión en euros no solo dependerá del comportamiento del precio de la materia prima, sino también de la evolución del tipo de cambio USD/EUR.

Como conclusión, los ETC proporcionan a los inversores una herramienta fácil, líquida y transparente para exponerse a la rentabilidad de metales preciosos individuales. Los ETC no son ni fondos de inversión, ni fondos cotizados (ETF), sino títulos de renta fija, pero respaldados por la materia prima física cuyo precio reproducen (menos las comisiones que soportan). La operativa de compra y venta es, por tanto, similar a la de un activo de renta fija que, en este caso, cotiza en bolsa.

¿Existen derivados financieros sobre materias primas?
Sí existen instrumentos derivados (futuros, opciones y *swaps)* sobre materias primas. De hecho, el principal argumento sobre el que se basa la tesis de que el precio de las materias primas está distorsionado por la acción de los especuladores es la existencia de un mercado de derivados y que las posiciones abiertas por parte de los agentes «no comerciales» supera a las tomadas por aquellos otros que, precisamente, utilizan el mercado de derivados para cubrir sus riesgos de evolución de los precios («comerciales»[45]). La intención de este capítulo no es entrar a explicar la utilización de derivados[46], sino tan solo mostrar las alternativas de inversión, por lo que nos conformaremos con señalar que los derivados que tienen como activo subyacente materias primas comparten elementos comunes con aquellos en los que el activo subyacente es, por ejemplo, un índice bursátil.

Así, existen diversos mercados organizados, entre los que destacan como más importantes Chicago Board of Trade (http://www.cmegroup.com/), London International Financial Futures Exchange (http://www.euronext.com), London Metal Exchange (www.lme.com) y Tokyo Commodity Exchange (www.tocom.or.jp). La principal diferencia entre ellos es la forma de liquidar, puesto que conviven la entrega física y la liquidación por diferencias. Por último, como es habitual, el volumen de negociación disminuye a medida que aumenta el plazo de vencimiento de los distintos contratos negociados.

Adentrándonos en la operativa profesional, las alternativas de inversión ya no se limitan a las materias primas preciosas, sino que se amplían a casi un centenar, de lo que surgen otros problemas. Entre ellos la disparidad de comportamiento entre las distintas materias primas y, al mismo tiempo, incluso, de cada una de ellas por separado.

Por último, en muchas ocasiones la operativa más líquida se concentra en el futuro de vencimiento más cercano, que puede ser a un mes, en detrimento de la operativa *spot,* lo que nos permite pasar a la siguiente alternativa de inversión: los derivados financieros.

¿Se puede invertir en materias primas a través de fondos de inversión?

Analizadas las alternativas de inversión directas, el siguiente paso consiste en exponer las indirectas, que podemos englobar en fondos de inversión y en fondos cotizados (ETF[47]). A las características de los ETF (facilidad operativa, mayor liquidez, reducidos niveles de inversión exigidos, etc.) en el caso de los fondos de inversión se les suma la gestión profesional, la diversificación y un mejor tratamiento fiscal.

Como se podrá observar, no se ha incluido la característica «diversificación» en los ETF puesto que los más conocidos, cotizados fundamentalmente en las bolsas estadounidenses, reproducen el precio de una única materia prima, como es el caso, por ejemplo, del SPDR Gold Trust, cuya correlación con el precio del oro es prácticamente perfecta.

Pero en España se exige que el activo subyacente que reproduzca un ETF esté diversificado, tal y como marca la Directiva UCITS. Si no es el caso, entonces son ETN (Exchange Traded Note) o ETC (Exchange Traded Commodities), que, como ya hemos dicho, son emisiones de renta fija sin o con, respectivamente, activo de garantía. ETF, ETN y ETC son, en definitiva, productos jurídicamente diferentes, aunque desde un punto de vista financiero sean asimilables (obviamente, somos conscientes de que reproducen activos distintos).

De esta forma, las alternativas de inversión en España a través de ETF reproducen un índice más o menos diversificado, como es el caso, por ejemplo, de los índices CRB, con sus múltiples «versiones»[48]. Por limitaciones en la extensión, nos referiremos a dos casos y sendos ETF. Por un lado, Lyxor ETF Commodities CRB A EUR, que reproduce el índice Reuters/Jeffries CRB index, y por otro, Lyxor ETF Commodities CRB Non Energy, que está vinculado al índice homólogo que excluye energía.

En España es posible adquirir más de una decena de fondos de inversión internacionales de gestión activa. El alfa, es decir, la capacidad del gestor de conseguir una rentabilidad extra procede de, al menos, tres fuentes: posiciones largas en las materias primas que van a tener un mejor comportamiento relativo, posiciones cortas, en las que se comportarán peor, y una correcta gestión del denominado *Curve Enhacement,* que tiene que ver con la correcta decisión sobre el vencimiento del futuro que se compra o que se vende.

¿Se puede invertir en materias primas a través de productos estructurados?

Todas las alternativas de inversión analizadas hasta ahora comportan un riesgo de mercado, es decir, la posibilidad de perder parte de la inversión inicial. Conscientes de las preferencias de un segmento de los inversores de contar con garantía de capital, aun a costa de renunciar a parte del potencial de revalorización, también se han desarrollado productos estructurados. Estos, como sucede con el resto, se construyen a partir de instrumentos de renta fija (que precisamente garantizan el capital) y de derivados, que son los que generan la rentabilidad en caso de que el activo subyacente (o varios de ellos) evolucione de una determinada manera y/o supere una cota específica. Así, el ejemplo 1 es el clásico producto estructurado que garantiza al vencimiento el 100% del nominal y cuyo rendimiento al vencimiento (2 años) dependerá del que experimente una cesta compuesta a partes iguales de azúcar, algodón y soja. Se puede observar cómo el importe mínimo de inversión es 1.000 euros, por lo que es accesible para el pequeño inversor.

Ejemplo 1 de depósito estructurado[49] *sobre materias primas*

- *Tipo de depósito:* depósito estructurado.
- *Nombre del depósito:* Depósito Estructurado Agrícola Garantizado.
- *Capital:* 100% garantizado al vencimiento.
- *Activo subyacente:* primer contrato futuro sobre el azúcar (Mercado NYB-ICE Futures US Softs), primer contrato futuro sobre el algodón (Mercado NYB-ICE Futures US Softs) y primer contrato futuro sobre la soja (Mercado Chicago Board of Trade).
- *Plazo:* 2 años (734 días).
- *Vencimiento:* 12 de diciembre de 2015.
- *Importe mínimo:* 1.000 euros.
- *Rentabilidad:* en la fecha de vencimiento del depósito usted recibirá el 100% del capital invertido más

Rentabilidad = Máximo (0, Rentabilidad azúcar + Rentabilidad algodón + Rentabilidad soja)

Es decir, la rentabilidad punto a punto de la cesta equiponderada calculada como la media de las revalorizaciones de cada uno de los activos subyacentes desde su precio inicial.

Fuente: elaboración propia.

El ejemplo 2 contiene elementos algo más complejos pero, en cualquier caso, de fácil interpretación. Así, se desconoce la fecha de vencimiento, puesto que está condicionada por la evolución de la cotización de los futuros del azúcar, algodón y maíz. Si ninguno de los tres cae más de un 10%, o sube, en alguna de las dos fechas de observación, entonces el producto amortiza, con una TAE del orden del 15%. Si no es el caso, el vencimiento se producirá dentro de 3 años, momento en el que, si el futuro de alguna de las tres materias sigue por debajo del 90%, el rendimiento será del 0%, siendo del 15% en caso contrario.

En definitiva, estos son ejemplos de inversión en materias primas mediante depósitos estructurados cuyo principal atractivo es que se elimina el riesgo de pérdidas ante potenciales caídas de los precios, y además se facilita la inversión para pequeños capitales.

Ejemplo 2 de depósito estructurado sobre materias primas

- *Tipo de depósito:* depósito estructurado.
- *Nombre del depósito:* Depósito Estructurado Agrícola Garantizado.
- *Capital:* 100% garantizado al vencimiento.

• *Activo subyacente:*
– Azúcar, contrato de futuro de mayo (Sugar #11 May Future contract). Mercado donde cotiza: NYB-ICE Futures US Softs.
– Algodón: contrato de futuro de mayo (Cotton #2 May Future contract). Mercado donde cotiza: NYB-ICE Futures US Softs.
– Maíz, contrato de futuro de mayo (Corn May Future contract). Mercado donde cotiza: CBT - Chicago Board of Trade.
• *Plazo:* 3 años (1.096 días), con posibilidad de autocancelación anual.
• *Vencimiento:* 25 de febrero de 2016.
• *Importe mínimo:* 1.000 euros.
• *Rentabilidad:* en caso de que el precio de referencia de autocancelación de todos y cada uno de los subyacentes sea igual o superior al 90% de su precio inicial, el depósito se autocancela y se obtiene el 100% del capital inicial invertido con la siguiente rentabilidad.
– En caso de que se cumpla el primer año: 15% (14,91% TAE).
– En caso de que se cumpla el segundo año: 30% (14% TAE).
En caso de que el precio de referencia de alguno de los subyacentes en las fechas indicadas sea inferior al 90% de su precio inicial, el depósito continuará hasta el 25 de febrero de 2016.

F. observación / F. liquidación / Rentabilidad / Tiem. depósito
Primera 23 de feb. de 2013 / 2 de ag. de 2013 / 15% (14,91% TAE) / 367 días
Segunda 23 de feb. de 2014 / 1 de ag. de 2014 / 30% (14,00% TAE) / 731 días

Fuente: elaboración propia.

¿Existen alternativas para invertir de forma indirecta en materias primas a través de fondos de inversión?

Es posible invertir de forma indirecta en materias primas mediante la compra de acciones de compañías dedicadas, por ejemplo, a su extracción, o que puedan beneficiarse de su encarecimiento (ingenierías, fabricantes de maquinaria, etc.). En definitiva, se trata de una inversión en renta variable que, una vez más, puede realizarse a través de títulos o a través de instituciones de inversión colectiva, como los fondos de inversión especializados. En este caso, el rendimiento de la inversión puede estar más condicionada por el comportamiento de los mercados bursátiles que por la propia evolución del precio de las materias primas; de ahí que lo caractericemos como inversión indirecta.

¿Es arriesgado invertir en materias primas?

Invertir en materias primas es arriesgado, y más aún si la inversión se limita a una única materia prima. Como sucede con cualquier otro activo financiero, la recomendación para tratar de reducir el riesgo pasa por elegir una cesta diversificada, en este caso de materias primas, será el inversor el que decida si opta por un vehículo que reproduce uno de esos índices diversificados (gestión pasiva, como puede ser un ETF) o que trata de batir su evolución (gestión activa, es decir, un fondo de inversión). Por ejemplo, el mercado de materias primas se revalorizó entre principios de 2007 y julio de 2008 en un 50%, pero entre esa fecha y marzo de 2009 se devaluó, precisamente, un 50%. La posterior recuperación de este mercado fue muy similar al de la renta variable. De hecho, podemos decir que la inversión en materias primas presenta un riesgo similar, o incluso superior, al de la renta variable.

10

MERCADO DE DIVISAS

El mercado de divisas es probablemente el segmento del sistema financiero internacional más líquido. Según las estadísticas más fiables y aproximadas que se manejan (las elabora cada tres años el Banco de Pagos Internacionales), a diario se negocian más de 4 billones de dólares (es decir, unas tres veces el tamaño del PIB anual español). No obstante, ni mucho menos todas las divisas registran niveles iguales de negociación, pues entre el dólar estadounidense (USD) y el euro (EUR) se reparten tres cuartas partes del total, lo que quiere decir que la mayoría de las monedas apenas alcanzan una cuota representativa.

En las actividades comerciales y financieras internacionales, las empresas y entidades necesitan acudir al mercado de divisas para convertir los cobros y pagos derivados de sus transacciones. Su buen funcionamiento facilita el comercio y, por tanto, condiciona el desarrollo económico de un país o área monetaria. De hecho, el tipo de cambio entre dos divisas determina el poder adquisitivo de los agentes en cada país y establece las relaciones de intercambio y la referencia para la comparación de los precios de los bienes y de los servicios internacionales.

El objetivo de este capítulo es explicar los conceptos más relevantes del mercado de divisas desde una perspectiva más vinculada a las finanzas personales (conceptos clave, funcionamiento, alternativas para invertir, riesgos, etc.).

¿Qué es un tipo de cambio?
El tipo de cambio es el precio de una moneda en términos de otra, es decir, el número de unidades de una moneda que es preciso entregar para obtener una unidad monetaria extranjera.

En la tabla 1 se recogen ejemplos de tipos de cambio del euro, esto es, el precio del euro frente a otras monedas (dólar, libra, yen, etc.).

Tabla 1. Tipos de cambio del euro

1 euro =	1,3119	dólares USA
1 euro =	130,39	yenes japoneses
1 euro =	1,9558	levs búlgaros
1 euro =	25,942	coronas checas
1 euro =	7,4563	coronas danesas
1 euro =	0,85200	libras esterlinas

Fuente: BOE.

¿Cómo se expresa un tipo de cambio? ¿Qué diferencia existe entre una cotización directa y una cotización indirecta?

Las cotizaciones en el mercado de divisas son bilaterales, es decir, una moneda define su valor en función de otra. Existen dos formas de expresar un tipo de cambio: cotización directa e indirecta. Se habla de cotización directa cuando el tipo de cambio se determina como cantidad de moneda nacional por unidad de moneda extranjera. Se habla de cotización indirecta cuando el tipo de cambio señala la cantidad de moneda extranjera por unidad monetaria nacional. La cotización indirecta es la utilizada en el caso del euro (ver tabla 1). Así, el tipo de cambio del dólar estadounidense contra el euro se expresa, por ejemplo, en 1,3119 dólares por euro. Esto es, se necesitan 1,3119 dólares para comprar 1 euro (o por cada euro te entregan 1,3119 dólares). En este caso el dólar es la moneda cotizada y el euro es la moneda base

¿Qué es el tipo de cambio comprador y el tipo de cambio vendedor? ¿Qué es el *bid-ask?*

La cotización de un tipo de cambio se compone de dos partes: el tipo de cambio comprador o *bid* y el tipo de cambio vendedor o *ask*. El tipo comprador o *bid* es aquel precio al que una entidad financiera está dispuesta a comprar la moneda cotizada, mientras que el tipo *ask* o vendedor es aquel al que la entidad financiera está dispuesta a vender la moneda cotizada.

Tabla 2. Cotización USD/EUR al contado



	Venta / *Ask*	**Compra / *Bid***
USD/EUR	1,3081	1,3084

Fuente: elaboración propia.

Por ejemplo, si una entidad cotiza el tipo de cambio USD/EUR (la moneda cotizada es el USD) a 1,3081/1,3084 (ver tabla 2), estará dispuesta a comprar USD a 1,3084 USD/EUR, es decir, entregará 1 euro por cada 1,3084 dólares que adquiera. Además, estará dispuesta a vender dólares a 1,3081 USD/EUR, es decir, por 1,3081 dólares exige el pago de 1 euro.

¿Qué es un Tipo de Cambio Efectivo Nominal?

El Tipo de Cambio Efectivo Nominal (TCEN) es el tipo de cambio de una moneda (un único tipo de cambio) calculado a partir de los cruces de la misma con las de sus principales socios comerciales. Podemos considerar el TCEN como el tipo de cambio de una moneda con el resto del mundo. Por ejemplo, el Banco Central Europeo (BCE) publica a diario el TCEN del euro, utilizando ponderaciones en función del peso que representa cada país en el total del comercio exterior del área euro. Con los últimos datos, el yuan se sitúa a la cabeza con un 18%, seguido del dólar 16,5% y de la libra esterlina, con un 15% del peso del comercio exterior.

¿Qué es un Tipo de Cambio Efectivo Real?

El Tipo de Cambio Efectivo Real (TCER) mide la evolución del tipo de cambio de la moneda de un país con respecto a las de los países con los que comercia, ponderando cada una de ellas por el peso que tiene en el comercio exterior del país en cuestión y considerando el diferencial medio ponderado de la inflación entre el país local y los extranjeros. La elevación del TCER supone una pérdida de competitividad de los productos del país local frente al exterior: la pérdida de valoración de la divisa local no compensa el mayor incremento de sus precios.

¿Qué significa que una moneda se aprecia o se deprecia?
Se dice que una moneda se aprecia cuando se encarece y que se deprecia cuando se abarata. Así, el euro en su cruce contra el dólar estadounidense se aprecia cuando el tipo de cambio sube (pasa de 1,30 USD/EUR a 1,31 USD/EUR), ya que se necesitan más dólares para comprar a euro. Y se dice que el euro se deprecia cuando el tipo de cambio cae (pasa de 1,30 USD/EUR a 1,29 USD/EUR), ya que por cada euro se reciben a cambio menos dólares estadounidenses (o, de forma equivalente, se necesitan menos euros para comprar 1 dólar estadounidense).

¿Qué significa que una moneda se revalúa o se devalúa?

Aunque en ocasiones de utiliza de forma indistinta revaluación y apreciación, así como devaluación y depreciación, existen diferencias entre estos conceptos. Una moneda se revalúa cuando se encarece, como en una apreciación, pero por decisión de las autoridades del país. Por su parte, una moneda se devalúa cuando la pérdida de valor es decidida por las autoridades competentes, como medida de política económica o monetaria.

¿Qué es un tipo de cambio *spot* y un tipo de cambio *forward?*

El tipo de cambio *spot* es el tipo de cambio al contado, es decir, el precio al que se realiza una compra y venta de una divisa en el momento actual. El tipo de cambio *forward* es aquel que, fijado hoy, se aplicará a una transacción que se realizará dentro de, por ejemplo, 1 mes, 3 meses o 12 meses. Esta operativa resulta interesante cuando sabemos hoy que vamos a cobrar o pagar una cantidad X en el futuro en otra divisa y no queremos asumir riesgo de tipo de cambio, por lo que nos aseguramos en el momento actual el tipo de cambio futuro.

En la tabla 3 se recoge un ejemplo de un tipo de cambio al contado y de cuatro tipos de cambio a plazo o *forward.* Si se desea comprar dólares estadounidenses al contado, o *spot,* se aplicará un tipo de cambio de 1,3085 USD/EUR, mientras que si se quieren comprar dólares dentro de 1 mes, pero sabiendo hoy el precio a aplicar, este es el del *forward,* es decir, 1,3055 USD/EUR. Para un plazo más largo, 12 meses, y siguiendo el ejemplo, el tipo de cambio a plazo es de 1,3012 USD/EUR. En el capítulo de derivados se explica en mayor profundidad el concepto de operación *forward* o a plazo.

Tabla 3. Tipos de cambio al contado (spot) *y tipos de cambio a plazo* (forward)
USD/EUR

***Spot*(contado)**	***Forward* 1 m.**	***Forward* 3 m.**	***Forward* 6 m.**	***Forward* 12 m.**
1,3085	1,3055	1,3042	1,3025	1,3012

Fuente: elaboración propia.

¿Dónde puedo encontrar información sobre tipos de cambio?

Son muchos los sitios donde se puede obtener información sobre tipos de cambio: medios de comunicación, intermediarios financieros, etc. El «problema» se produce cuando se desea contar con una fuente oficial. En el caso del euro, el Banco Central Europeo es el encargado de calcular, a diario, a las 13:45 horas, el tipo de cambio del euro frente a una lista de monedas (tabla 4). Esta información, disponible en la página web del BCE (www.ecb.int) también se puede obtener en el Boletín Oficial del Estado (BOE).

Tabla 4. Cotizaciones del euro

Moneda		*Spot*
USD	dólares USA	1.3006
JPY	yenes japoneses	130.45
BGN	levs búlgaros	1.9558
CZK	coronas checas	25.711
DKK	coronas danesas	7.4557
GBP	libras esterlinas	0.85365
HUF	forintos húngaros	296.11

Fuente: BCE.
http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html.

¿Son volátiles los tipos de cambio?

Los tipos de cambio no son referencias estáticas. Varían cada día, en cada instante, en función de las expectativas que la evolución económica y política de un país transmita a los inversores. Además, el tipo de cambio es una medida relativa entre dos economías, por lo que su nivel dependerá de un acontecimiento que afecte a cualquiera de ellas. Parece lógico que si un país crece a un ritmo más elevado y si en él se puede obtener una mayor rentabilidad por los capitales invertidos, su moneda se fortalezca, es decir, su tipo de cambio se aprecie respecto a otras divisas.

Este dinamismo de los mercados de divisas es el causante del denominado «riesgo de cambio». No vamos a entrar aquí a exponer los factores que pueden afectar a un tipo de cambio, pero sí señalaremos que los tipos de cambio son volátiles, es decir, que fluctúan con una intensidad superior a la que normalmente se piensa.

En la tabla 5 se recogen las volatilidades de los principales tipos de cambio del euro, aunque conviene realizar alguna puntualización. La primera es que no todos los cruces son igual de volátiles, ya que el JPY/EUR (12,9%) es más volátil que el GBP/EUR (8,0%). Pero, ¿qué significa una volatilidad de, por ejemplo, el 10,5% anual? Pues que, de forma simplificada, es relativamente normal que en un año el dólar estadounidense se pueda apreciar o depreciar frente al euro en algo más de un 10%. Según se recoge en la tabla 3, este dato es del 23% para un índice bursátil como el Ibex 35 o el Eurostoxx 50. Es decir, si se invierte en un índice bursátil se debe ser consciente de que en un año es fácil que la fluctuación sea, al alza o a la baja, cercana al 25%.

En conclusión, si bien es cierto que los tipos de cambio no son tan volátiles como las cotizaciones bursátiles, sí se debe ser consciente de que es un activo financiero con una destacada variabilidad en su precio, especialmente en algunas divisas.

Tabla 5. Volatilidad de los tipos de cambio comparada con la del Ibex 35 y la del Eurostoxx 50

Tipo de cambio	Volatilidad	Tipo de cambio	Volatilidad
USD/EUR	10,5%	GBP/EUR	8,0%
JPY/EUR	12,9%	CHF/EUR	6,2%
Ibex 35	23,7%	Eurostoxx 50	23,1%

Fuente: elaboración propia a partir de datos del BCE.
USD: dólar de Estados Unidos; JPY: yen japonés; GBP: libra esterlina; CHF: franco suizo.

¿Cómo puedo invertir en divisas?

Al igual que con cualquier activo, la decisión de comprar o vender divisas se basa en expectativas de ganancia o pérdida de valor. Si se adquieren dólares estadounidenses (USD) se está vendiendo al mismo tiempo otra divisa, por ejemplo, euros (EUR), por lo que se está apostando a una apreciación del USD frente al EUR o una depreciación del EUR frente al USD. Son muchas las alternativas para apostar, por ejemplo, por una apreciación del USD[50].

La primera y más evidente, comprar dólares. Una vía similar es abrir una cuenta corriente pero denominada, en lugar de en euros, en dólares, y depositar allí una cantidad. Otra alternativa es comprar una Institución de Inversión Colectiva (IIC) que está denominada en dólares o que, aun estando denominada en euros invierta en dólares y no cubra el riesgo de tipo de cambio. Por último, otra vía para invertir en divisas es recurrir a los instrumentos derivados (futuros y opciones) así como a los CFD.

¿Cuáles son los riesgos de un endeudamiento en divisa?

Como es sabido, es posible captar financiación, es decir, endeudarse, en una moneda distinta a la del país de residencia. En el caso de España, se puede contratar un préstamo denominado en dólares estadounidenses (USD), en yenes japoneses (JPY), en francos suizos (CHF), en libras esterlinas (GBP), etc.

Los tipos de interés de referencia del préstamo, tanto si se contrata a tipo fijo como a tipo variable, serán los de la moneda de endeudamiento que puede que no tengan nada que ver, ni en su nivel ni en su evolución, con los del euro. Este es el primer aspecto que conviene conocer: cada divisa, como respuesta a las decisiones del banco central de su país (entre otras causas), tiene unos tipos de interés distintos. Si se contrata un préstamo en dólares estadounidenses a tipo de interés variable, se debe saber que se pagará una mayor o menor cuota en función de las decisiones que tome la Reserva Federal de Estados Unidos, que dependerán de la situación económica de este país.

Pero el principal riesgo para una financiación en una moneda distinta a la que se obtienen los ingresos o están denominadas las inversiones que uno posee reside en la variación del tipo de cambio. En concreto, para un residente del área euro, su riesgo es que se deprecie el euro o, de forma equivalente, que se aprecie el USD, el JPY... En definitiva, el riesgo es que se aprecie la moneda en la que tiene denominada la financiación, porque si esto se produce, su deuda tendrá un mayor valor una vez convertida a euros.

Como ejemplo, supongamos que un ciudadano del área euro desea endeudarse por un importe de 150.000 euros a un plazo de 25 años. Puede hacerlo en euros, a tipo de interés variable del euro, vinculado al Euribor, o en dólares estadounidenses, en este caso al LIBOR. Más allá del riesgo de evolución del tipo de interés, que condicionará el coste financiero, el principal riesgo es la variación del tipo de cambio. En concreto, que el dólar se aprecie.

Así, supongamos que en el momento de la contratación el cruce es 1,30 USD/EUR. La alternativa es solicitar 195.000 dólares (150.000 EUR × 1,30 USD/EUR). El problema surge si en un determinado momento, el dólar se aprecia y el tipo de cambio pasa a 1,20 USD/EUR. Supongamos que en ese momento la deuda viva era de 185.000 dólares. Aplicando el tipo de cambio vigente, quien se ha endeudado comprobará que su deuda asciende a 154.166,67 euros. Es decir, debe más que al principio. Es verdad que puede producirse el caso contrario, esto es, que el dólar se deprecie frente al euro, y entonces el valor de la deuda caiga de forma intensa. Si el tipo de cambio se eleva hasta 1,40 USD/EUR, los 185.000 dólares equivalen a 132.142,86 euros.

Lo que queremos ilustrar con este ejemplo es que endeudarse en una moneda distinta a la que están denominados los ingresos o los activos que sirven para hacer frente a la deuda implica asumir un riesgo, en concreto de cambio. Dado que los mercados de divisas se caracterizan por su elevada volatilidad (como se expresa en la tabla 3, del orden del 10% anual), podemos decir que financiarse en moneda distinta a la nacional es una decisión de alto riesgo.

11
INSTRUMENTOS DERIVADOS

Los instrumentos derivados son productos financieros generados a partir de otros de naturaleza más sencilla, normalmente acciones, tipos de interés, tipos de cambio, índices bursátiles, etc. Su valor se deriva de la evolución del precio de estos activos, que se denominan subyacentes, de ahí su denominación de «derivados». Se basan, salvo excepciones, en principios de apalancamiento, puesto que se exigen menos recursos para su compra y venta, lo que les dota de una mayor capacidad de generación de beneficios, pero también de pérdidas.

Aun siendo cierto que los derivados son productos financieros de alto riesgo, no siempre es correcta la percepción de que las pérdidas con este tipo de instrumentos pueden ser ilimitadas. Así, la compra de productos derivados trae consigo una serie de obligaciones y/o derechos que conviene conocer, ya que determinan el perfil de resultados, al permitir no solo posicionarse para movimientos alcistas o bajistas, sino también «en rango». Los principales instrumentos derivados son los futuros, las opciones y los *swaps*. Todos ellos tienen en común, entre otras características, que sus términos se fijan en el momento de la contratación, pero la transacción efectiva no se realiza hasta el futuro.

Explicar los instrumentos o productos derivados en profundidad, así como las múltiples variedades que existen (y que se van creando día a día) exige una extensión muy superior a la de esta guía, por lo que aquí nos conformaremos con exponer los principios más importantes que sirven de base para un estudio posterior más detallado. De forma similar, se explicarán las posiciones básicas en los derivados, sin entrar en las estrategias que por sí solas o en combinación con otros instrumentos financieros se pueden llevar a cabo, tanto para cubrir como para especular al alza, a la baja o a movimientos en rango.

¿Qué es un *forward?*

Un *forward,* u «operación a plazo», es un contrato por el que dos partes se comprometen, una a comprar y otra a vender un activo financiero en una fecha futura a un precio fijado en el momento de la contratación. La cotización de un *forward* (el precio al que se comprará y venderá el activo) se acuerda entre las dos contrapartidas, sin que en principio actúe ningún tipo de agente arbitral o regulador[51]. Los *forward* se caracterizan por no poseer una estandarización en las cláusulas de los contratos, lo que facilita la adaptación a las necesidades específicas de las contrapartidas.

Esquema 1. Funcionamiento de un forward y un futuro

Fijación precio — Liquidación

Hoy — Vencimiento

Como ejemplos de operaciones a plazo podemos citar la fijación hoy del precio al que se comprarán dentro de 3 meses (cuando se produzca el vencimiento) 100 acciones de la compañía XYZ, o el acuerdo por el que se venderán 300.000 barriles de petróleo dentro de un año, fijando en el momento actual el precio por barril.

El resultado de una operación *forward* se liquida al vencimiento de la misma, cuando se compare el precio del activo en ese momento con el que se fijó en la contratación. Si durante la vida del *forward* se deseara cerrar la operación, la única vía sería hacer otro de signo contrario (vender en caso de haber comprado originalmente, y viceversa) con el mismo vencimiento o acordar con la contrapartida la liquidación anticipada.

¿Qué es un *forward* sobre un tipo de cambio?

Como ya hemos comentado, un *forward* es un contrato en el que en el momento del acuerdo se fija el precio al que se comprará y venderá un activo financiero, pero es habitual denominar *forward* al caso concreto de las divisas. También conocido como «seguro de cambio», un *forward* es una operación en la que se compra y vende divisa, fijándose hoy el precio (es decir, el tipo de cambio), a pesar de que la transacción (la entrega) no se producirá hasta dentro de un determinado plazo (al vencimiento de la operación *forward).*

Como ejemplo, supongamos que dentro de 90 días tenemos que hacer un pago de 1.000.000 de dólares estadounidenses (USD). Una alternativa sería comprarlos hoy en el mercado al contado (o *spot).* Otra es pactar una operación *forward* de compra del millón de dólares a 90 días, en la que el precio de los USD (USD por EUR) se fija hoy. Por esta operación no se debe pagar nada en el momento de contratarlo: no existe ningún tipo de prima. Sabiendo que el tipo de cambio al contado es de 1,2875 USD/EUR, supongamos que el tipo de cambio que pactamos en la operación *forward* es 1,2821 USD/EUR. Esto supone que, en virtud de este contrato, tenemos la obligación (y el derecho) de comprar el millón de dólares dentro de 90 días a un «precio» de 1,2821, es decir, pagando 779.970,36 euros. Si al cabo de estos tres meses, el dólar se aprecia y cotiza, por ejemplo, a 1,25 USD/EUR, nos habremos ahorrado el impacto negativo que implica (el millón de dólares cuesta 800.000 euros). Si, en sentido contrario, el dólar se deprecia, entonces estaremos incurriendo en un mayor coste. Así, para un tipo de cambio de 1,35 USD/EUR, el valor en euros del millón de dólares sería de 740.740,74 euros, pero tenemos la obligación de comprarlos pagando 779.970,36 euros, de ahí, que suframos una pérdida de 39.229,62 euros. De este modo se demuestra que con la contratación de un *forward* fijamos el precio al que compraremos o venderemos divisa en un plazo de tiempo, independientemente de cuál sea la evolución del tipo de cambio.

Ya hemos dicho que la contratación de seguro de cambio no exige el desembolso inicial de una prima (como luego veremos, esto sí sucede con las opciones). El coste de esta operación, que suele contratarse con una entidad financiera, está implícito en el tipo de cambio. Es decir, si se quieren comprar dólares estadounidenses dentro de 6 meses fijando hoy el precio, este será algo más caro que el teórico. Siguiendo el ejemplo, si el tipo de cambio *forward* es 1,2821 USD/EUR, tendremos que pagar, por ejemplo, 1,2750 USD/EUR. Si lo que queremos es vender dólares, entonces lo haremos a un tipo de cambio más alto, por ejemplo, 1,293 USD/EUR.

¿Qué es un futuro?

Un futuro es un contrato mediante el cual dos partes se comprometen a comprar (una de las partes) y a vender (la otra) un activo (denominado activo subyacente) en una fecha futura (vencimiento) a un precio fijado en el momento de la contratación. Quien compra un futuro adquiere el derecho a recibir, en la fecha de vencimiento, el activo subyacente y la obligación de pagar por lo adquirido el precio pactado. Quien vende el futuro tiene la obligación de vender una determinada cantidad de activo financiero a un precio y en una fecha.

De esta definición se desprende que las diferencias entre un futuro y un *forward* son muy pequeñas; de hecho, son más bien operativas. Así, la cotización de un futuro se suele a llevar a cabo en un mercado organizado en el cual existe una cámara de compensación que lo regula, que liquida las operaciones, que asume el riesgo de contrapartida y que permite contar con más liquidez que en un *forward* contratado en un mercado OTC. Esta cámara vela por la actualización diaria de la dotación de las debidas garantías exigidas a compradores y vendedores de futuros en función de la posición en cada momento. Asimismo los futuros se caracterizan por la estandarización de las cláusulas de los contratos, en aspectos como la fecha de vencimiento (por ejemplo el tercer viernes de marzo, junio, septiembre y diciembre) o los importes nominales (125.000 dólares estadounidenses, 1.000 acciones de Telefónica o 1.000.000 de euros).

Un futuro se puede comprar o vender con la intención de mantener el compromiso hasta la fecha de su vencimiento, procediendo a la recepción o la entrega del activo. Pero también se puede comprar o vender un futuro con la intención de ser utilizado en operaciones de tipo especulativo o de cobertura, sin necesidad de esperar hasta el vencimiento: si se estima oportuno, puede cerrarse la posición con una operación de signo contrario a la inicialmente efectuada. Así, cuando se tiene una posición compradora («larga»), puede cerrarse simplemente vendiendo el número de contratos comprados que se posean. De forma inversa, alguien que tenga una posición vendedora («corta») puede cerrarla anticipadamente acudiendo al mercado y comprando el número de futuros necesarios. Esta operativa de compra y venta antes del vencimiento, aunque posible en un *forward,* es más complicada, ya que, o bien hay que acordarla con la contrapartida o bien encontrar a alguien que desee asumirla en los términos que impongamos. Los mercados organizados gozan de la liquidez que no tienen los mercados OTC.

Volvamos al mercado organizado y supongamos que se lleva a cabo una operación en el mercado de futuros por la que se compra a un precio de 100 euros un futuro sobre una acción que vencerá 10 días más tarde. El comprador se obliga a comprar la acción a ese precio si llega con la posición abierta a la fecha de vencimiento. No obstante, si por ejemplo transcurridos 6 días, el precio del futuro, al que tan solo le quedan 4 días de vida, se sitúa en 105,00 euros, el comprador del futuro puede volver a acudir al mercado e introducir una orden de venta a este precio[52]. Con esto consigue dos cosas: cerrar la posición y materializar el beneficio de 5 euros.

Los contratos de futuros en mercado organizado, es decir, con cámara de compensación, cotizan a través de un proceso de negociación, pudiendo ser

comprados o vendidos en cualquier momento de la sesión de negociación, lo que permite la participación activa de operadores, que suelen realizar operaciones especulativas con la finalidad de generar beneficios, pero que aportan la liquidez necesaria para que quienes deseen realizar operaciones de cobertura puedan encontrar contrapartida.

¿Se pueden cubrir riesgos financieros utilizando *forwards* y futuros?

Sí. Los *forwards* y futuros sirven para cubrir riesgos financieros. De hecho, es una de las dos grandes funciones de ambos. Las operaciones de cobertura vienen dadas por el deseo de reducir o eliminar el riesgo que se deriva de la fluctuación del precio del activo subyacente. Como regla general, una posición compradora o «larga» en el activo al contado se cubre con una posición vendedora o «corta» en el mercado de futuros o *forwards*. La situación inversa, es decir, una posición «corta» en el activo al contado, se cubre con una posición compradora o «larga» en el mercado de futuros. Con estas combinaciones se establece una compensación entre los resultados generados por la posición de contado y los de la posición de futuros, quedando por tanto la posición conjunta sin riesgo frente a fluctuaciones de los precios de sus componentes en el mercado.

Como ejemplo, supongamos que queremos cubrir una cartera compuesta por 10.000 acciones de la empresa ABC cuyo precio al contado es de 17,00 euros. Supongamos que el precio del futuro sobre ABC es de 17,20 euros y que cada contrato de futuro se corresponde a 100 acciones. La forma de realizar la cobertura es vendiendo 100 futuros de ABC, ya que, como hemos señalado, cada futuro se corresponde a 100 acciones. Comprobemos cómo hemos conseguido cubrirnos del riesgo de caídas del precio de la acción, tal y como se recoge en la tabla 1.

Tabla 1. Resultado de una cobertura mediante venta de futuros

Posibles escenarios de precio al vencimiento	Beneficio/pérdida posición de contado en ABC. Compra a 17	Beneficio/pérdida posición vendedora de futuros sobre ABC a 17,20	Resultado conjunto de ambas posiciones
16	–1	1,2	0,2
16,5	–0,5	0,7	0,2
17	0	0,2	0,2
17,5	0,5	–0,3	0,2
18	1	–0,8	0,2

Fuente: elaboración propia.

Sea cual sea la evolución del precio de la acción (16,00 euros, 16,5, 18,00, etc.), el resultado de la posición combinada es un beneficio de 0,20 euros, ya que la pérdida que se sufre por la acción comprada ante caídas del precio de la acción se recupera por el futuro vendido. En sentido contrario, los beneficios conseguidos en caso de que el precio de la acción suba, se compensan con las pérdidas derivadas de

la posición corta en el futuro.

Por último, señalar que la cobertura es más efectiva cuanto más correlacionados estén los cambios del precio del activo objeto de la cobertura y los cambios del precio del futuro. De esta manera, la pérdida en un instrumento viene compensada total o parcialmente por el beneficio en el otro, siempre y cuando se hayan tomado posiciones opuestas.

Otro factor fundamental es la naturaleza financiera del instrumento a cubrirse en relación al que se utilizará para su cobertura. Deben tener la misma naturaleza, incluso en casos en los que puntualmente se haya podido observar una elevada correlación entre las variaciones de los precios de uno y otro. Cuando nos referimos a la misma naturaleza financiera significa que, por ejemplo, carteras de renta variable solo deberán cubrirse con futuros vinculados a renta variable y no, por ejemplo, con futuros sobre tipos de interés, sobre divisa o sobre materias primas.

Estos últimos comentarios son relevantes, ya que no siempre cotiza en el mercado un futuro sobre el activo financiero subyacente cuyo riesgo queremos cubrir. Así, puede que cotice el futuro sobre la acción XYZ, pero no sobre la acción ABC, por lo que habrá que analizar la eficacia de utilizar este futuro.

¿Se puede especular con futuros?

Sí. Especular es la otra función de los derivados en general y de los futuros en particular. Se trata de una actuación por la que se pretende obtener, a partir de la posición tomada, beneficios por la evolución esperada del precio de un activo. Si un inversor anticipa una revalorización, especulará comprando futuros, y si espera una caída del precio, venderá futuros sobre el activo subyacente o sobre alguno altamente vinculado.

El especulador pretende maximizar su beneficio en el menor tiempo posible, minimizando la aportación de fondos propios. El elevado grado de apalancamiento financiero que se consigue en los contratos de futuros (como se verá después) hace especialmente atractiva para el especulador la participación. Precisamente por su alto grado de apalancamiento y por su simétrica respuesta respecto a la generación de pérdidas y ganancias, los especuladores deben conocer que el mismo efecto multiplicativo, pero en sentido inverso, se produce al prever erróneamente la tendencia de las cotizaciones, por lo que conviene adoptar medidas de precaución como complemento de la operación especulativa. Nos estamos refiriendo a la fijación estricta y sistemática de niveles de *stop loss* (cierre de una posición perdedora a unos niveles predeterminados).

La especulación es positiva para el buen funcionamiento del mercado, puesto que dota al mismo de un grado mayor de liquidez, así como una amplitud, flexibilidad y profundidad mayores en la cotización de los contratos. Debe considerarse que la contrapartida negociadora de un especulador es, en numerosas ocasiones, alguien que puede estar realizando una operación de cobertura.

¿Qué es una cámara de compensación?

En diferentes países existe la cámara de compensación *(clearing house),* que integra todos los procesos necesarios para organizar la negociación, liquidación y compensación de los derivados. La cámara de compensación hace de «comprador del vendedor» y de «vendedor al comprador», lo que supone eliminar el riesgo de contrapartida y permitir el anonimato de las partes en el proceso de negociación. Por tanto, cuando se compra un futuro, si bien es cierto que debe existir otra contrapartida que lo vende, quien realmente lo vende (y lo compra para la contrapartida) es la cámara de compensación.

¿Qué es MEFF?

El Mercado Español de Futuros Financieros (MEFF)[53] es la cámara de compensación del mercado organizado de derivados en España. Integrado en Bolsas y Mercados Españoles (BME), la sociedad rectora de productos derivados españoles está bajo la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. MEFF ofrece servicios para la negociación y actúa, como hemos señalado, como cámara de compensación de futuros y opciones sobre el Ibex 35, sobre acciones y sobre el Bono Nacional Español. Pero, además, desde marzo de 2011, también de los derivados sobre energía.

¿Qué son las garantías o márgenes?

Como hemos visto, para garantizar el correcto cumplimiento de las obligaciones contraídas en los mercados de futuros, las cámaras de compensación exigen unos márgenes que ejercen de garantías. Estas, dependiendo del mercado que se trate, pueden materializarse en activos reales, activos financieros o en efectivo, que es lo más habitual. Al vencimiento del contrato, esta garantía es reembolsada en la parte que corresponda, es decir, la no consumida por las potenciales pérdidas sufridas. Los tipos de garantía suelen ser dos: una inicial y otra de mantenimiento.

- *Garantía inicial:* exigida al abrir una posición en el mercado.
- *Garantía de mantenimiento:* exigida en función de las pérdidas o ganancias acumuladas, que no podrán ser superiores al nivel determinado por la cámara. En la práctica es la misma garantía inicial, que debe ser mantenida intacta al cierre de todas las sesiones mientras los contratos de futuros comprados o vendidos se mantengan vivos.

¿En qué consiste la liquidación diaria y al vencimiento de pérdidas y ganancias?
Aunque ya lo hemos dicho, consideramos que es relevante señalar los dos tipos de liquidación que existen en un mercado de futuros:

- *Liquidación diaria:* la que al final de cada sesión la cámara de compensación lleva a cabo en función de la variación de precios que en términos diarios se haya producido, exigiendo las correspondientes aportaciones de márgenes a aquellas posiciones que hubiesen incurrido en pérdidas y permitiendo la retirada de aquellas posiciones con beneficio.
- *Liquidación al vencimiento:* la que lleva a cabo la cámara de compensación al final de la vida de un contrato de futuros, en función de la variación final de precios respecto a los acordados durante las operaciones a lo largo de la vida del contrato. La suma algebraica de todas las liquidaciones diarias de cada miembro coincide, al vencimiento, con la liquidación final.

¿Cómo puede ser la liquidación al vencimiento?

La liquidación al vencimiento se puede realizar de forma diferente, en función del tipo de activo subyacente. Así, la liquidación para los principales mercados puede ser de diferentes tipos:

- *Futuros sobre índices bursátiles:* la liquidación al vencimiento es siempre por diferencias y se materializa en efectivo.
- *Futuros sobre acciones:* la liquidación se materializa con la entrega física del activo subyacente, aunque puede darse el caso de que se liquiden por diferencias. En el caso de que se produzca por entrega física, el comprador del futuro recibirá el número de acciones que corresponda.
- *Futuros sobre materias primas:* la liquidación se materializa, por lo general, por entrega física del activo subyacente. Es decir, el vendedor del futuro entregará al comprador los barriles de petróleo, los lingotes de oro, las tm de acero, etc. que establezca el contrato.
- *Futuros sobre bonos:* la liquidación suele ser física siendo el vendedor del futuro el que tiene la facultad para elegir el instrumento de renta fija a entregar entre las incluidas en la «cesta de entregables». Siempre optará por entregar el más barato (el denominado *cheapest to deliver).*
- *Futuros sobre tipos de interés:* la liquidación suele ser por diferencia entre el precio (tipo) pactado y el de referencia para la liquidación, considerando el nominal correspondiente.

¿Por qué se dice que los derivados tienen un efecto de apalancamiento?

Como ya se ha mencionado, una de las principales características de los contratos de futuros es la existencia de un desembolso inicial que, en la práctica, es la cantidad invertida, por más que el nominal del derivado sea superior. En el ejemplo que hemos puesto anteriormente, solo había que desembolsar 10 euros, cuando el precio de la acción era de 100 euros. De hecho, el resultado de la compra del futuro fue de 5 euros, por lo que obtuvo una rentabilidad del 50% (5 / 10 x 100 = 50%) cuando el movimiento del precio de la acción fue de solo un 5%. Observamos que este futuro tiene un apalancamiento de 10 veces, procedente de que solo se exige como garantía inicial un 10% del nominal invertido. Si se exigiera un 20% (es decir, aportar 20 euros), el apalancamiento sería de 5 veces y si se exigiera un 50% (un margen inicial de 20 euros) el «efecto *leverage»* sería de 2 veces. Como resulta lógico, en posiciones especulativas este efecto es muy interesante cuando se acierta en el movimiento del precio del activo subyacente, pero muy peligroso si se falla. Pero también conviene conocer este efecto en las posiciones en futuros con carácter de cobertura, precisamente para hacer correctamente los cálculos del número de contratos a vender.

¿Qué es una opción?

Una opción es un acuerdo por el cual el comprador adquiere un derecho (no una obligación) de comprar *(call)* o de vender *(put)* un activo financiero (activo subyacente) a un precio determinado en una fecha determinada (vencimiento) o durante un tiempo estipulado. El precio al que se adquiere el derecho se conoce como precio de ejercicio o *strike.* Por contar con el derecho a comprar o a vender (que podrá ejercer o no) el comprador de la opción paga una prima al vendedor. Porque el vendedor de una opción está obligado a comprar (si ha vendido una *call)* o a vender (si ha vendido una *put)* al precio de ejercicio, si el comprador de la opción así lo desea[54]. En cuanto a la prima, hay que señalar que cuanto más bajo sea el precio de ejercicio en una *call,* más cara será la opción, mientras que esto ocurrirá en las *put* cuanto más alto sea el *strike* fijado. Las opciones se pueden negociar tanto en un mercado organizado (con cámara de compensación) como en mercados no organizados (OTC). En la tabla 2 se recogen los principales elementos constituyentes de una opción.

Tabla 2. Elementos constituyentes de una opción

Call	Opción que da derecho a quien la posee a comprar un activo subyacente en el futuro a un precio determinado.
Put	Opción que da derecho a quien la posee a vender un activo subyacente en el futuro a un precio determinado.
Activo subyacente	Activo sobre el que está denominada la opción.
***Strike* o precio de ejercicio**	Precio del activo subyacente al que se puede comprar *(call)* o vender *(put)* un activo subyacente determinado.
Prima	Precio pagado por el comprador de una opción (tanto de una *call* como de una *put).*
Ejercicio	Ejecución del derecho de compra o de venta adquirido al comprar una opción.
Vencimiento o expiración	Fecha en la que la opción llega a su término y, por lo tanto, el comprador puede ejercer su derecho, si así lo desea.
Pay-off	Liquidación final de una opción como consecuencia de su ejercicio.

Fuente: elaboración propia.

¿Qué diferencia existe entre una opción europea y una opción americana?

Las opciones más estándar son las europeas, cuyo ejercicio solo es posible al vencimiento de la opción. Por su parte, en las opciones americanas el ejercicio es posible en cualquier momento durante la vida de la opción hasta su vencimiento.

¿Qué es una opción exótica?

Una opción exótica es aquella que presenta características diferenciales que la pueden alejar más o menos de las opciones convencionales (que se denominan *vanilla).* Así, por ejemplo, para el cálculo de la liquidación al vencimiento puede que no se utilice el precio del activo financiero en esa fecha, sino el promedio a lo largo de un periodo de tiempo (son las opciones «asiáticas»). O, por ejemplo, que la opción solo se active si el precio ha tocado un determinado nivel *(knock in)* o se desactive si lo hace *(knock out).* Las denominadas opciones *lookback* se caracterizan porque la liquidación se calcula en función del máximo o mínimo precio alcanzado por el activo subyacente. Es inmensa la lista de opciones exóticas y aquí nos conformamos que señalar que son aquellas que no son *vanilla* y que, lógicamente, cotizan en un mercado OTC.

¿Qué es la prima?

La prima es el precio que debe pagar el comprador de una opción, tanto si es *call* como si es *put,* al vendedor de la misma, por el derecho a comprar o vender el activo subyacente a un determinado precio de ejercicio. La prima de una opción se negocia en función de la oferta y de la demanda que haya, si bien existen modelos que calculan el valor de la prima en función de una serie de parámetros relevantes.

¿Qué es una *call?*

Una *call* es una opción que otorga a su comprador el derecho a comprar un activo subyacente (activo sobre el que está denominada la opción) en una fecha futura (opción del tipo europeo) o durante un periodo de tiempo hasta una fecha futura (opción del tipo americano) a un precio de ejercicio *(strike)* preestablecido. Por dicho derecho tiene que pagar una prima al vendedor o emisor de la opción, quien adquiere la obligación de vender el activo al precio de ejercicio si el comprador de la opción opta por ejercer dicho derecho. El comprador de la opción ejercerá su derecho cuando el precio de mercado del activo subyacente en el momento de la posible toma de decisión se encuentre por encima del precio de ejercicio de la opción. Con ello conseguiría materializar un beneficio neto si la diferencia obtenida entre el precio de mercado y el precio de ejercicio fuese superior a la prima pagada.

Por ejemplo, supongamos que compramos una *call* europea de vencimiento en un mes sobre una acción cuyo precio a un mes es de 12 euros. El *strike* de la *call* que hemos comprado es de 10 y la prima que debemos pagar por la opción es de 2,50 euros.

Si la acción, al cabo de un mes cotiza a 13 euros, como compradores de la opción será ventajoso que ejerzamos la opción al *strike* de 10 euros. Al ejercer, compraremos la acción a 10 euros, cuando su precio de mercado es de 13 euros. Si vendiéramos la acción en el mismo momento de haberla adquirido a través de la opción, realizaríamos un beneficio de 3 euros. Realmente, el beneficio neto ha sido de 0,50 euros, ya que para adquirir la opción tuvimos que pagar una prima de 2,50 euros.

Resultado neto = (13,00-10,00) – 2,50 = + 0,50 euros.

¿Qué es una *put?*

Una *put* es una opción que otorga a su tenedor el derecho a vender un activo subyacente en una fecha futura o durante un periodo de tiempo hasta una fecha futura a un precio de ejercicio *(strike)* preestablecido. Por dicho derecho habrá que pagar una prima al vendedor o emisor de la opción, quien adquiere la obligación de comprar el activo al precio de ejercicio si el comprador de la opción opta por ejercer dicho derecho, es decir, por vender. El comprador de la opción ejercerá su derecho cuando el precio de mercado del activo subyacente en el momento de la posible toma de decisión se encuentre por debajo del precio de ejercicio de la opción. Con ello conseguiría materializar un resultado positivo si la diferencia obtenida entre el precio de ejercicio y precio de mercado fuese superior a la prima pagada.

¿Qué son los *warrants?*

Un *warrant* es un instrumento derivado muy similar a la opción. Se trata de un contrato que, negociado en bolsa, a cambio del pago de una prima da derecho a comprar o vender un activo (acciones, divisas, índices bursátiles, cestas de acciones) a un precio (precio del ejercicio) y en una fecha prefijados.

Las principales diferencias existentes entre un *warrant* y una opción son las siguientes:

- Los *warrants* se emiten, generalmente, con una fecha de vencimiento más lejana en el tiempo.
- El importe nominal de cada contrato es inferior al de las opciones cotizadas en el mercado organizado de derivados y, por tanto, también lo es la prima. De este modo, son alternativas al alcance del inversor particular, al contrario de lo que ocurre en el mercado organizado de opciones, dirigido en mayor medida a inversores mayoristas.
- El rango de activos subyacentes sobre los que se emite el *warrant* es mucho más amplio.

Si se estima que el mercado sigue una tendencia alcista, se deberán seleccionar los *warrants* del tipo *call:* se paga una prima, que da el derecho a comprar el subyacente al precio del ejercicio, en la fecha de vencimiento, que es cuando se cree que el precio del activo superará al precio del ejercicio y, por tanto, se ejercerá el derecho y se obtendrá como beneficio la diferencia de precios menos la prima pagada. Si se estima que el mercado sigue una tendencia bajista, se deberán seleccionar *warrants* del tipo *put:* se paga una prima que da derecho a vender el subyacente al precio del ejercicio en la fecha de vencimiento, cuando se cree que el precio del activo será inferior al precio del ejercicio y, por tanto, se ejercerá el *warrant* y se obtendrá como beneficio la diferencia de precios menos la prima pagada. De esta forma, las pérdidas están limitadas y controladas a la prima pagada, y si se acierta con la tendencia los beneficios pueden ser ilimitados. En definitiva, de forma idéntica a las opciones.

¿Cómo se pueden comprar y vender opciones y futuros?

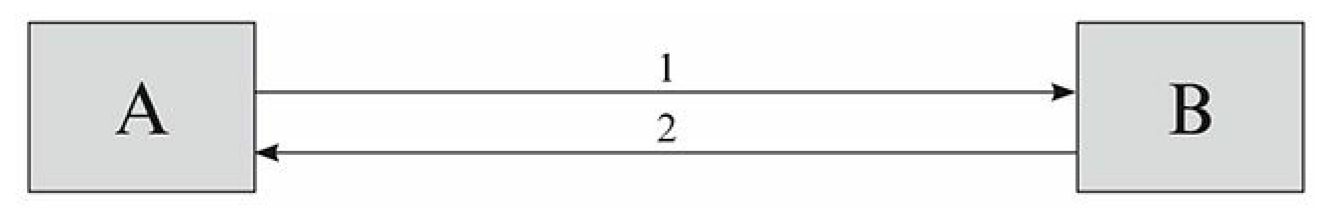
Los productos derivados, al igual que otros productos financieros negociables, se pueden comprar y vender en el mercado secundario. Para comprar o vender contratos (para «abrir posiciones») es necesario hacerlo a través de un intermediario financiero. Únicamente las entidades financieras que cumplen determinados requisitos, con las que MEFF tiene suscrito un contrato, tienen la capacidad de canalizar e introducir las órdenes cursadas por sus clientes directamente al mercado.

Antes de elegir el intermediario a través del cual cursar las órdenes, deben consultarse, entre otros aspectos, las tarifas y demás servicios que se ofrecen. Es recomendable disponer de información en tiempo real y contar con herramientas que permitan realizar las operaciones de forma rápida y sencilla. Una vez elegido el intermediario, deberá firmarse el correspondiente contrato, que a su vez le vincula ante MEFF.

¿Qué es un *swap?*

Un *swap* es un acuerdo por el que dos partes se comprometen a intercambiar corrientes de cobros y pagos durante un determinado período de tiempo (normalmente entre 2 y 10 años). Los flujos suelen estar vinculados a variables financieras (tipos de interés, índices bursátiles, precio de acciones, de materias primas, etc.) o económicas (inflación, PIB), pero también se han desarrollado permutas vinculadas a acontecimientos (quiebra de un emisor, fenómenos meteorológicos, etc.). Para realizar los cálculos de cobros y pagos es necesario contar con un nominal (también denominado nocional), que puede ser constante, creciente, decreciente o variable a lo largo de la vida del *swap*.

Esquema 2. Esquema de un swap



Las flechas 1 y 2 representan corrientes de pagos y cobros, calculadas sobre un determinado nominal y a partir de la evolución de una variable financiera. Las fechas de la liquidación no tienen por qué coincidir, como tampoco la divisa en la que se cobran y pagan. La duración de un *swap* suele ser de entre 2 y 10 años, pero puede ser superior (hasta 50 años o más).

Fuente: elaboración propia.

¿Qué es un Interest Rate Swap o IRS?

Los *swaps* reciben diversos nombres en función de las variables que intervengan. Así, si una de las ramas está vinculada a la evolución del precio de una acción se denomina Equity Swap, o Inflation Swapsi lo está a la inflación. Lo más habitual es que las dos corrientes (el pago y el cobro, según la perspectiva de una de las dos partes del *swap*), sea un tipo de interés, bien un tipo de interés variable (Euribor), bien un tipo de interés fijo. Cuando las dos ramas están vinculadas a un tipo de interés, el *swap* se denomina Interest Rate Swapo IRS. De aquí en adelante haremos referencia a este tipo de *swap* al que genéricamente denominaremos de forma genérica *swap*.

Por tanto,los IRS estándar son *swaps* mediante los cuales las dos partes acuerdan intercambiar pagos de intereses, a priori distintos (unos fijos y otros variables), sobre un principal de referencia que no se intercambiará en ningún momento. Según el esquema 2:

- A paga a B un tipo de interés fijo en una divisa con una base de cálculo y una frecuencia determinada. A se denomina comprador del *swap*.
- B paga a A un tipo de interés variable en la misma divisa con una base de cálculo y una frecuencia determinada que no tiene por qué coincidir con la anterior. B se denomina vendedor del *swap*.

Supongamos que el 1/6/X1 A compra a B un IRS en euros a 3 años, al 5%, de nominal de 10.000.000 euros. Por convención, en los IRS en euros se pagan los intereses fijos anualmente y los variables semestralmente, vinculados al Euribor a 6 meses. En esta operación A y B se han comprometido a realizar los pagos que figuran en la tabla 3.

Tabla 3. Pagos y cobros de un swap *de tipos de interés (IRS)*

Fechas	**Pagos**	
	A	**B**
01/06/01		
01/12/01		Euribor 6M
01/06/02	5%	Euribor 6M
01/12/02	5%	Euribor 6M
01/06/03	5%	Euribor 6M
01/12/03		Euribor 6M
01/06/04		Euribor 6M

Fuente: elaboración propia.

Al comprar A, el IRS se compromete a pagar el tipo fijo del 5%, en este caso a cambio de recibir el Euribor a 6 meses que se vaya fijando semestralmente en condiciones de mercado. En virtud de ello, A asume un riesgo de bajada de tipos de

interés a corto plazo en relación con el tipo a 3 años fijado. En caso de producirse bajadas continuas de tipos a corto (del Euribor a 6 meses) hasta situarse por debajo de los tipos implícitos existentes al inicio de la operación, A incurriría en pérdidas en el *swap* por tener que pagar intereses fijos, en este caso del 5% superiores a los que iría recibiendo durante la vida de la operación.

ANEXO. CONSEJOS DE LA CNMV AL INVERSOR EN DERIVADOS

A lo largo de este capítulo se han mostrado las características generales de los productos derivados y su funcionamiento básico. Aunque intuitivamente pueda comprenderse sin dificultad este funcionamiento, es importante tener presente su elevado grado de sofisticación, tanto en el cálculo de precios como en la variedad de estrategias que se pueden construir. Por esta razón el inversor que empieza a operar en este mercado debe realizar un esfuerzo en dominar los conceptos fundamentales y la operativa, un esfuerzo de formación y de información, utilizando a su criterio las distintas fuentes que tenga a su alcance.

A continuación se exponen algunas recomendaciones para invertir en productos derivados:

• Dedique el tiempo que sea necesario a comprender el funcionamiento de estos productos. Es recomendable realizar simulaciones para comprobar si efectivamente se domina la operativa con derivados antes de realizar la primera compra o venta real.

• Recabe información de los diferentes miembros del mercado:

– Compare las tarifas, la información y la rapidez que los distintos intermediarios ofrecen tanto en el envío de las órdenes al mercado como en la recepción de la información de las ejecuciones.

– Si se decide a operar a través de Internet, no hay que desaprovechar la posibilidad de utilizar alguna demostración sobre el servicio ofrecido y contrastar el grado de dificultad del envío de órdenes al mercado, de utilización de la información, etc.

– Compare las garantías que cada miembro exige para operar, ya que pueden ser superiores a los mínimos exigidos por MEFF.

• Tenga siempre en cuenta las fechas de vencimiento de los contratos:

– Si el vencimiento del contrato está cercano y su posición entra en pérdidas, apenas habrá tiempo para reaccionar.

– Si el vencimiento es muy lejano, puede ocurrir que en la posición que se ha abierto no exista liquidez.

• Al valorar las diferentes decisiones de inversión, delimite en primer lugar las pérdidas que puede asumir. No parece lógico abrir una posición teniendo solo en cuenta las importantes ganancias que pueden obtenerse sin considerar una posible evolución adversa.

• Tenga siempre presente el plazo de validez de las órdenes y el horario de su tramitación. Si como estrategia protectora se ejecutan órdenes *stop* limitadas, se debe estudiar a fondo su funcionamiento para evitar las fuertes pérdidas que podría acarrear su uso incorrecto.

• Consulte el multiplicador de los futuros y el nominal de las opciones.

• Antes de seleccionar un determinado contrato de derivados, infórmese sobre el subyacente y el funcionamiento del mercado en el que cotice.

• No considere únicamente el posible movimiento del subyacente al alza o a la baja, también debe tener en cuenta las operaciones societarias anunciadas que se reflejarán en este.

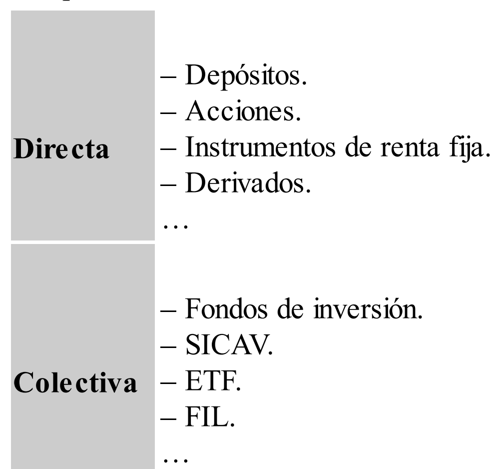
• Calcule siempre las horquillas o *Spreads* —diferencia entre precios de oferta y demanda— en términos porcentuales. Un menor *spread* significa un menor coste de compraventa de ese contrato, es decir, una mayor liquidez.
• No olvide el efecto apalancamiento. Se debe controlar en todo momento el riesgo que se está asumiendo y realizar una vigilancia metódica y constante de las posiciones. Recuerde que a mayor apalancamiento mayor riesgo.
• Una vez establecida la estrategia, sea riguroso con ella.
• Asegúrese de que se sitúa fuera del mercado cuando así lo desee, y en este caso verifique que no queda ninguna orden pendiente de ejecutar y viceversa.
• No olvide que la inversión en productos derivados requiere conocimientos, buen juicio y vigilancia constante de la posición.
• Mantener posiciones abiertas de un día a otro puede provocar pérdidas importantes:
– Si el mercado cierra un día a un determinado nivel, al día siguiente puede abrir a otro diferente (superior o inferior), dejando lo que se llama un hueco *(gap)* en la cotización, cuyo efecto se reflejará en su inversión.
– Cuando se venden opciones, si las posiciones abiertas evolucionan desfavorablemente, esperar indefinidamente a que cambie la tendencia a su favor puede incrementar las minusvalías. En este caso, la decisión de mantenerse en el mercado se debe tomar diariamente.
• Si es comprador de opciones:
– Le interesa que exista movimiento alcista o bajista del subyacente en la dirección prevista. En caso contrario, el paso del tiempo y un posible ajuste a la baja de la volatilidad harán que su opción valga menos.
– Tenga en cuenta que en aquellas de vencimiento muy próximo, el beneficio puede ser mayor, pero también tienen mayor riesgo que otras con las mismas características y vencimiento a más largo plazo.
– Observe siempre la liquidez de los contratos. Las horquillas de precios *(spread)* y el número y tamaño de las posiciones de oferta y demanda le indicarán si un contrato es más o menos líquido. A menor horquilla, podrá deshacer con menor coste su posición cuando lo desee.
– Considere también que el grado de liquidez del contrato puede cambiar con el tiempo.
– En general, hay que tener en cuenta que invertir en opciones y precios muy bajos tiene el coste de un *spread* alto en términos porcentuales, es decir, el coste de compraventa (horquilla) en proporción al precio de contrato, resulta elevado.
– El apalancamiento puede ser más acentuado en el caso de elegir opciones fuera del dinero *(«out of the money»)*.
– Recuerde que debe tener en cuenta la evolución conjunta de todos los factores que influyen en el precio.

12

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

A la hora de invertir se puede optar, al menos, por dos alternativas. Por un lado, el inversor puede comprar (y vender) activos financieros de forma directa, es decir, por ejemplo, comprar acciones de una determinada compañía, bonos emitidos por un gobierno o contratar derivados sobre un subyacente. La otra alternativa es invertir de forma colectiva a través de un vehículo. La inversión colectiva consiste en aportar capital en una institución (en un vehículo), que es la que compra y vende los activos financieros, la que contrata los instrumentos derivados, etc. Al estar gestionado por un inversor profesional, es una vía de inversión eficaz si lo que se busca es contar con una cartera diversificada, con liquidez, a partir de una inversión reducida y con un tratamiento fiscal más ventajoso. Los vehículos de inversión más conocidos, pero no los únicos, son los fondos de inversión, pero existen otros como las SICAV, los ETF, los fondos de inversión inmobiliaria etc. En este capítulo analizaremos estas Instituciones de Inversión Colectiva (IIC).

Esquema 1. Alternativas de inversión



Directa	– Depósitos. – Acciones. – Instrumentos de renta fija. – Derivados. …
Colectiva	– Fondos de inversión. – SICAV. – ETF. – FIL. …

Fuente: elaboración propia.

¿Qué es una Institución de Inversión Colectiva?
Una Institución de Inversión Colectiva (IIC) es la que tiene por objeto captar dinero para invertirlo en activos financieros (o no financieros) y obtener una rentabilidad en beneficio del total del patrimonio. En definitiva, una IIC es un patrimonio formado por las aportaciones de un número variable de ahorradores cuya finalidad es que el rendimiento que obtenga cada uno de ellos se establezca en función de los resultados colectivos. Por tanto, independientemente del porcentaje que posea de la IIC, cada inversor obtendrá los mismos beneficios o pérdidas que el resto de participantes (de ahí que sea una inversión «colectiva»). El patrimonio total está invertido (gestionado) por una entidad (denominada entidad gestora), que debe reunir una serie de requisitos técnicos y ha de respetar unas determinadas pautas y restricciones de inversión (las propias de cada IIC).

No todas las IIC son iguales. Se pueden clasificar en muchos grupos, atendiendo a diferentes criterios, como, por ejemplo, legales, comerciales, de perfil de riesgo, etc.

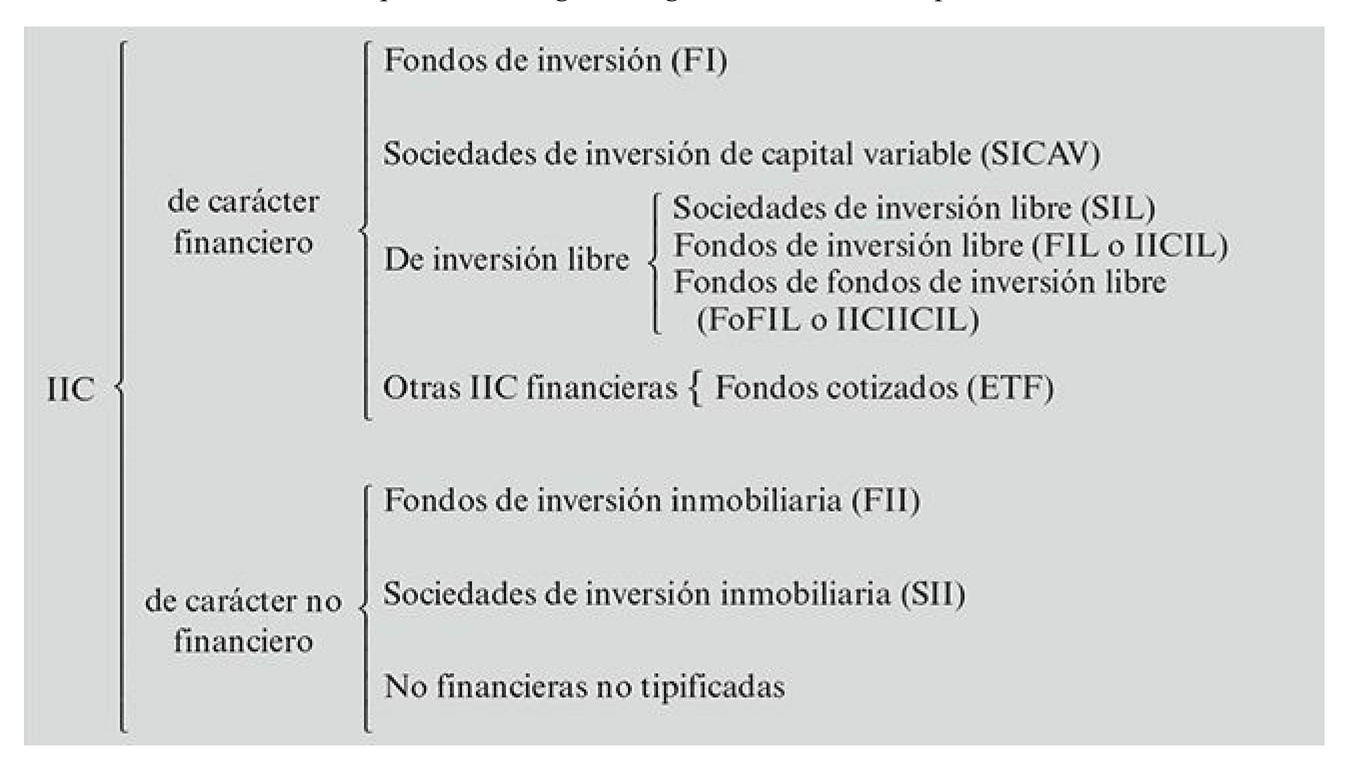
¿Cuáles son las clasificaciones legales de las IIC?

Desde 2003, en España la normativa contempla dos tipos de IIC: las de carácter financiero y las no financieras. Dentro de las primeras se encuentran los fondos de inversión (FI), las sociedades de inversión de capital variable (SICAV), los fondos cotizados (ETF) y las instituciones de inversión libre (tanto fondos como sociedades). Las de carácter no financiero se clasifican en tres grupos: fondos de inversión inmobiliarios (FII), sociedades de inversión inmobiliaria (SII) y sociedades no financieras no tipificadas.

¿Qué categorías de IIC existen?

Más allá de la categorización de una IIC en función de sus aspectos legales, es útil realizar una clasificación a partir del nivel de riesgo. En este sentido, a efectos de facilitar información sobre el perfil de riesgo y los activos en los que se invierte, la CNMV establece, a través de la Circular 1/2009, de 4 de febrero, categorías de IIC en función de su vocación inversora. Resumimos a continuación dichas categorías, y en el Anexo al final del capítulo se recogen todas las categorías con una explicación más detallada.

Esquema 2. Categorías legales de las IIC en España



Fuente: elaboración propia a partir de la Ley 25/2003 de 4 de noviembre y de su Reglamento, el RD 1.082/2012 de 13 de julio.

- *Fondos monetarios:* no invierten ni en renta variable, ni en renta fija con riesgo de crédito (deuda subordinada), y tampoco están expuestos al riesgo divisa. Tan solo invierten en activos de renta fija con un vencimiento muy cercano.
- *Fondos de renta fija:* invierten en activos de renta fija y, por tanto, no tienen exposición a renta variable.
- *Fondos de renta variable:* invierten al menos un 75% en bolsa.
- *Fondos mixtos:* existen varias subcategorías dentro de este apartado, en función del porcentaje que el fondo asigne a renta variable y a renta fija. Cuanto mayor sea su exposición a renta variable, mayor será el riesgo y la rentabilidad potencial del fondo.
- *Fondos de renta fija, variable o mixtos «internacionales»:* se añade el adjetivo «internacional» a aquellos fondos que pueden invertir más del 30% del patrimonio en divisa.
- *Fondos total o parcialmente garantizados:* aseguran la totalidad o una parte de la inversión inicial. Su rendimiento puede ser fijo o estar vinculado a algún subyacente (desde índices de renta variable hasta tipos de interés variables).

• *Fondos de gestión pasiva:* persiguen un objetivo concreto de rentabilidad no garantizado o reproducen un índice.
• *Fondos de retorno absoluto:* aunque no la garanticen, tienen un objetivo de rentabilidad en términos absolutos, es decir independientemente de la evolución de los mercados.
• *Fondos globales:* en esta categoría se incluyen los fondos que no encuadran en ninguna de las anteriores.

¿Cuáles son las ventajas de la inversión colectiva?

Invertir de forma colectiva mediante vehículos tiene una serie de ventajas. La primera es que, salvo excepciones, se pueden tomar posiciones a partir de importes muy reducidos (por ejemplo, 300 euros)[55] cuya rentabilidad será la misma que aquellos que hayan invertido en el mismo vehículo cantidades muy elevadas. Por tanto, con volúmenes de inversión reducidos es posible tener una cartera diversificada, imposible de construir a no ser que se cuente con patrimonios elevados (renta variable) o muy elevados (renta fija). Una tercera ventaja de invertir a través de las IIC es que están gestionadas de forma profesional, esto es, por expertos en los mercados financieros, con más conocimiento e información y, sobre todo, dedicación en el análisis y seguimiento de las cotizaciones y su impacto sobre el vehículo de inversión. La cuarta ventaja tiene que ver con la liquidez. De nuevo aquí, salvo excepciones, un inversor puede deshacer su posición en una IIC en cualquier momento, sabiendo que tendrá abonado en su cuenta corriente, en un plazo de entre 2 a 3 días, el importe resultante de la venta. Una quinta ventaja que se puede señalar es el mejor tratamiento fiscal, en general, de la inversión colectiva respecto a la inversión directa (entre otras razones por el régimen del traspaso entre IIC, que permite la tributación hasta el momento en que se obtienen los beneficios).

¿Cuáles son los inconvenientes de la inversión colectiva?

El principal inconveniente de la inversión colectiva es que soporta comisiones. Aunque estas pueden ser muy diferentes según el vehículo (hay productos como los ETF en los que son reducidas, mientras que en otros pueden superar el 2%), es cierto que restan rentabilidad al producto, más aún si tenemos en cuenta que, en general, se aplican de forma independiente al resultado que se obtenga. La compra, el mantenimiento y la venta de IIC también pueden ocasionar gastos, si bien en estos casos no tienen por qué ser diferentes a los que se generan mediante la inversión directa. Aunque, como hemos señalado en la pregunta anterior, no son habituales, debemos señalar que pueden existir IIC que impongan mínimos de inversión, así como restricciones en cuanto a la liquidez (por ejemplo, que sea solo con carácter mensual o trimestral o con penalización).

Por último, no siempre la gestión profesional, que consideramos una ventaja, ofrece resultados por encima de la media. Este factor hace que sea muy recomendable una correcta selección, más aún si tenemos en cuenta, y esto lo apuntamos como un inconveniente, el exceso de oferta que suele existir (por ejemplo, para elegir un fondo de inversión de renta variable estadounidense en España es posible encontrar más de un centenar de posibilidades, tanto de fondos nacionales como internacionales)[56].

Tabla 1. Ventajas e inconvenientes de la inversión colectiva

Ventajas	**Inconvenientes**
Reducidos volúmenes de inversión.	Comisiones y gastos.
Cartera diversificada.	Mínimos de inversión.
Gestión profesional.	Restricciones en la liquidez.
Liquidez.	No todos los gestores baten a los mercados.
Fiscalidad.	Exceso de oferta.

Fuente: elaboración propia.

¿Cómo se obtienen beneficios invirtiendo en IIC? ¿Pagan dividendos?

En general, las IIC acumulan los beneficios que van obteniendo a lo largo del tiempo por el cobro de cupones, de dividendos o por la revalorización de los activos en cartera, etc. Estos beneficios aumentan el valor del patrimonio, lo que se materializará en un incremento del valor liquidativo. Pero las IIC también pueden optar por distribuir entre sus partícipes esos beneficios obtenidos mediante el pago de dividendos. En base a este criterio se pueden distinguir ente IIC de reparto (o distribución) e IIC de capitalización. En España, la mayor parte de las IIC son de capitalización y ello se debe fundamentalmente a dos razones:

1. El reparto de beneficios, en caso de producirse, se debe hacer obligatoriamente entre todos los partícipes. Si se da el caso de que muchos inversores no quieren esa opción, se suele optar por no pagar dividendos. Así, quien desee recibir un flujo de caja o materializar una plusvalía, la alternativa que tiene es vender total o parcialmente su inversión en la IIC.
2. El tratamiento fiscal desfavorable del dividendo, ya que se califica como rendimientos del capital mobiliario.

¿Cuál es la fiscalidad de las IIC?

A la hora de explicar la tributación de las IIC, conviene diferenciar entre IIC nacionales, IIC extranjeras armonizadas e IIC constituidas en paraísos fiscales.

• *IIC nacionales.* La tributación del partícipe o accionista (persona física) depende de la operación que se realice.

a. La rentabilidad obtenida en el reembolso o transmisión de participaciones/acciones se califica fiscalmente como ganancia de patrimonio (sujeta a retención) y forma parte, cuando su periodo de generación sea superior a un año, de la base imponible del ahorro del IRPF, que tributa a un tipo de gravamen del 21% hasta los 6.000 euros, entre 6.000 y 24.000 euros al 25%, y al 27% a partir de 24.000 euros. En el caso de operaciones con periodo de generación igual o inferior a un año, las ganancias forman parte de la base imponible general, que tributa a una escala progresiva de gravamen, que oscila entre el 24,75% y el 52% (salvo que la comunidad autónoma de residencia hubiese aprobado otra diferente). Los gastos en los que se incurre son deducibles a través de su incorporación al valor de adquisición y enajenación, respectivamente.

Es importante tener presente la norma antiaplicación, que establece que la pérdida patrimonial que se genera al vender una participación/acción puede compensarse siempre y cuando durante los 2 meses anteriores y los 2 posteriores no se hayan adquirido valores homogéneos, es decir, idénticos. Cuando se transmiten o reembolsan participaciones/acciones homogéneas pero adquiridas en distintas fechas, se considera que las transmitidas son aquellas adquiridas en primer lugar (criterio FIFO).

Existe un régimen transitorio con coeficientes de abatimiento para las ganancias procedentes de participaciones/acciones adquiridas antes del 31 de diciembre de 1994, únicamente aplicables a las ganancias obtenidas hasta el 20 de enero de 2006, y se toma como referencia objetiva del cálculo el valor a efectos del Impuesto sobre el Patrimonio de 2005.

Finalmente, hay que destacar como elemento de especial relevancia en la gestión de este tipo de inversiones el régimen de «traspaso sin coste fiscal», que permite la movilización de inversiones entre IIC sin que soporten costes fiscales de transacción siempre que se cumplan determinados requisitos.

En concreto, y con relación a las IIC con forma societaria (SICAV), se exige que la sociedad cuente con más de 500 accionistas y que el titular/transmitente no haya participado en algún momento del año anterior a la transmisión en la entidad en más de un 5%. Con respecto a un traspaso de una IIC sin personalidad jurídica (es decir, un fondo de inversión) el único requisito exigible es que el importe del reembolso se destine (sin quedar en ningún momento a disposición del titular) a otra IIC, tenga o no forma societaria (es decir, el traspaso de un fondo a una SICAV siempre se beneficia del aplazamiento fiscal; de una SICAV a otra IIC solo si la SICAV de origen tiene más de 500 accionistas).

b. Los dividendos repartidos se califican fiscalmente como rendimientos del capital mobiliario derivados de la participación en los fondos propios (sujetos a retención del 21% y sin derecho a la exención de 1.500 euros anuales), que forman parte de la base imponible del ahorro del IRPF, que tributa a un tipo de gravamen del 21% hasta los 6.000 euros, entre 6.000 y 24.000 euros al 25%, y al 27% a partir de 24.000 euros.
c. Con el fin de evitar que los socios de una SICAV puedan retirar fondos mediante reducciones de capital o devoluciones de prima de emisión, aplazando la tributación de las plusvalías o de los beneficios no distribuidos, las operaciones realizadas desde el 23 de septiembre de 2010 tienen efecto fiscal —como rendimiento del capital mobiliario— para los socios, si bien limitado al incremento de valor de la SICAV (es decir, el aumento del valor liquidativo de las acciones desde su adquisición o suscripción hasta el momento de la reducción del capital).

• *IIC extranjeras armonizadas.* El régimen fiscal visto anteriormente con respecto al IRPF del socio o partícipe será aplicable a las IIC domiciliadas en el extranjero que cumplan determinados requisitos:

– Que tengan su domicilio o estén constituidas en otro país de la UE.

– Que cumplan los requisitos establecidos por la directiva europea que regula las IIC (Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009).

– Que estén inscritas en el Registro Especial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) a efectos de su comercialización en España por entidades no residentes.

No obstante, la aplicación a estas entidades del régimen de «traspaso» requiere que la adquisición, suscripción, transmisión y reembolso de las acciones o participaciones de la IIC sean efectuados a través de entidades comercializadoras inscritas a tal efecto en la CNMV. Asimismo, en caso de que la IIC extranjera se estructure en «subfondos» o en «subcompartimentos», los requisitos de número de accionistas y porcentaje máximo de participación se deberán referir a cada «subfondo» o «subcompartimento» registrado.

• *IIC constituidas en paraísos fiscales.* El régimen fiscal del partícipe o accionista de las IIC constituidas en alguno de los países o territorios calificados por el Real Decreto 1.080/1991, de 5 de julio, como paraísos fiscales se caracteriza por las siguientes obligaciones:

– Los titulares deben integrar en su base imponible la diferencia positiva entre el valor liquidativo de su participación al día de cierre del periodo impositivo y su valor de adquisición, efectúen o no un reembolso o transmisión de las acciones o participaciones.

– Se presumirá, salvo que se pruebe lo contrario, que la magnitud anterior es equivalente al 15% del valor de adquisición de la participación.

– En cualquier caso, las cuantías que sean objeto de imputación se considerarán, a efectos del cálculo de una futura plusvalía, como un mayor

valor de adquisición. Por el contrario, los beneficios que pueda distribuir la IIC, al no integrarse en la renta del ejercicio, reducirán dicho valor de adquisición.

ANEXO. CATEGORÍAS CNMV DE IIC EN FUNCIÓN DE SU VOCACIÓN INVERSORA

Vocación	Definición
Monetario a corto plazo	• Ausencia de exposición a renta variable, riesgo divisa y materias primas. • Tiene como objetivo mantener el principal y obtener una rentabilidad acorde con los tipos del mercado monetario. • Debe aceptar suscripciones y reembolsos de participaciones diariamente. • Duración media de la cartera igual o inferior a 60 días[1]. • Vencimiento medio de la cartera igual o inferior a 120 días[2]. • Vencimiento legal residual de los activos igual o inferior a 397 días. • Ausencia de exposición a activos con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2 [3] o, si no tiene calificación crediticia específica por ninguna agencia reconocida, calidad equivalente a juicio de la gestora.
Monetario	• Ausencia de exposición a renta variable, riesgo divisa y materias primas. • Tiene como objetivo mantener el principal y obtener una rentabilidad acorde con los tipos del mercado monetario. • Debe aceptar suscripciones y reembolsos de participaciones diariamente. • Duración media de la cartera inferior a 6 meses[4]. • Vencimiento medio de la cartera igual o inferior a 12 meses [5].
Monetario	• Vencimiento legal residual de los activos igual o inferior a 2 años siempre que el plazo para la revisión del tipo de interés sea igual o inferior a 397 días[6]. • Ausencia de exposición a activos con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2 [7] o si no tiene calificación crediticia específica por ninguna agencia reconocida, calidad equivalente a juicio de la gestora. Como excepción a lo anterior, pueden tener exposición a deuda soberana con calificación crediticia mínima BBB–[8].
Renta fija euro	• Ausencia de exposición a renta variable, y no haber sido clasificada la IIC dentro de la vocación monetario. • Máximo del 10% de exposición a riesgo divisa.
Renta fija internacional	• Ausencia de exposición a renta variable. • Posibilidad de tener más del 10% de exposición a riesgo divisa.
Renta fija mixta euro	• Menos del 30% de exposición a renta variable. • La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riego divisa no superará el 30%.
Renta fija mixta internacional	• Menos del 30% de exposición a renta variable. • La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riego divisa podrán superar el 30%.
Renta variable mixta euro	• Entre el 30% y el 75% de exposición a renta variable. • La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riego divisa no superará el 30%.

Renta variable mixta Internacional	• Entre el 30% y el 75% de exposición a renta variable. • La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riego divisa podrá superar el 30%.
Renta variable euro	• Más del 75% de exposición a renta variable. • Al menos el 60% de exposición a renta variable emitida por entidades radicadas en el área euro. • Máximo del 30% de exposición a riesgo divisa.
Renta variable internacional	• Más del 75% de exposición a renta variable que no haya sido clasificado como renta variable euro.
IIC de gestión pasiva	• IIC que reproducen un índice, incluidos los fondos cotizados del artículo 49 del RIIC, así como IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.
Garantizado de rendimiento fijo	• IIC para el que existe garantía de un tercero y que asegura la inversión más un rendimiento fijo.
Garantizado de rendimiento variable	• IIC con la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de la inversión inicial más una posible cantidad total o parcialmente vinculada a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo. Además incluye toda aquella IIC con la garantía de un tercero que asegura la recuperación de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte del patrimonio.
De garantía parcial	• IIC con objetivo concreto de rentabilidad al vencimiento, ligado a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo, para el que existe la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial. Además incluye toda aquella IIC con la garantía de un tercero que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte del patrimonio.
Retorno absoluto	• IIC que se fija como objetivo de gestión, no garantizado, conseguir una determinada rentabilidad/riesgo periódica. Para ello sigue técnicas de valor absoluto, *relative value,* dinámicas...
Global	• IIC cuya política de inversión no encaje en ninguna de las vocaciones señaladas anteriormente.

[1] La duración en los bonos con cupón variable se calcula computando solo el periodo hasta la próxima revisión.

[2] Se tendrá en cuenta para su cálculo el vencimiento legal del activo. No obstante, en aquellos instrumentos financieros que incorporen una opción put se puede utilizar la fecha de ejercicio en lugar del vencimiento legal del activo si se cumple: que la opción sea ejercitable por la gestora, el precio de ejercicio sea similar al valor del instrumento en la fecha de ejercicio y la estrategia de inversión de la IIC implique una alta probabilidad de que la opción se ejercite en ese momento.

[3] A2 por S&P o equivalente para todas las agencias que hayan calificado el activo.

[4] La duración en los bonos con cupón variable se calcula computando solo el periodo hasta la próxima revisión.

[5] Se tendrá en cuenta para su cálculo el vencimiento legal del activo. No obstante, en aquellos instrumentos financieros que incorporen una opción put se puede utilizar la fecha de ejercicio en lugar del vencimiento legal del

activo si se cumple: que la opción sea ejercitable por la gestora, el precio de ejercicio sea similar al valor del instrumento en la fecha de ejercicio y la estrategia de inversión de la IIC implique una alta probabilidad de que la opción se ejercite en ese momento.

[6] Los bonos con cupón variable tendrán como referencia un tipo de interés o índice del mercado monetario.

[7] A2 por S&P o equivalente por todas las agencias que hayan calificado el activo.

[8] BBB- por S&P o equivalente por una o más agencias reconocidas. Se entiende por deuda soberana aquellos instrumentos del mercado monetario emitidos o avalados por una autoridad local, regional o central, banco central de algún Estado miembro, el Banco Central Europeo, la Unión Europea o el Banco Europeo de Inversiones.
Fuente: circular 1/2009 de la CNMV.

13
FONDOS DE INVERSIÓN

Por ser la más importante de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), en este capítulo se explican los fondos de inversión (FI), dejando para el siguiente el resto de IIC, tanto las financieras como las no financieras. Las ventajas fiscales, la sencillez del procedimiento, la importante oferta, la gestión profesional, etc., son argumentos que hacen recomendable la inversión a través de este vehículo de inversión colectiva, que no solo están mucho más presentes en las finanzas personales de los ahorradores de otros países, sino que cuentan con un perfil de riesgo superior al que se observa aquí.

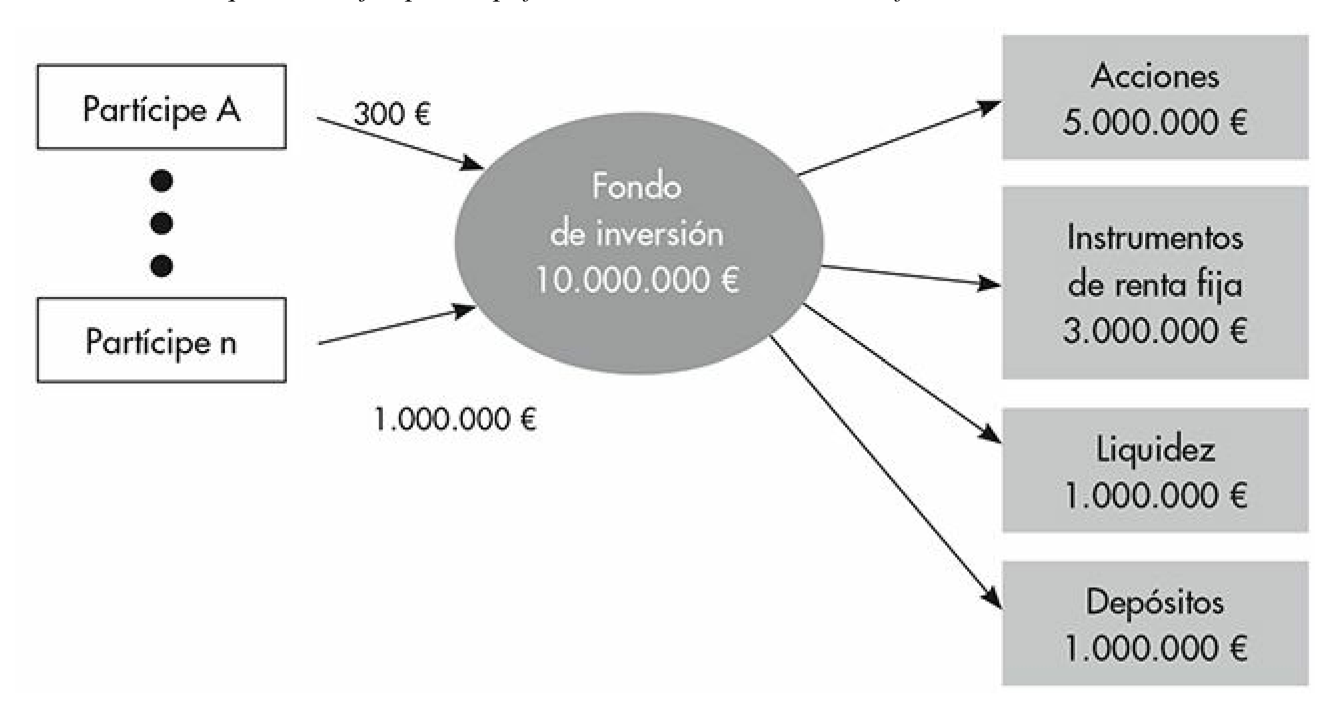
¿Qué es un fondo de inversión?

Un fondo de inversión es un tipo de Institución de Inversión Colectiva (IIC) cuyo patrimonio está constituido por las aportaciones de los inversores, denominados partícipes. Cada uno de ellos, mediante la compra de participaciones, delega la gestión en una sociedad gestora, que es quien decide en qué activos y en qué porcentaje se invierte el patrimonio del fondo de inversión (con los límites que posteriormente se comentarán).

Cada participación del fondo representa una parte alícuota del mismo y, por tanto, los partícipes están comprando activos de forma proporcional a su inversión, lo cual no impide que todos ellos vayan a obtener la misma rentabilidad (obviamente, en términos relativos al capital invertido).

Pongamos un ejemplo simplificado. Supongamos un fondo de inversión que tiene un millón de participaciones valoradas cada una de ellas en 10 euros, en poder de 5.000 partícipes. De esta manera el patrimonio total del fondo asciende a 10 millones de euros, que será invertido en diferentes activos financieros por la sociedad gestora, que decidirá qué acciones, instrumentos de renta fija, derivados y, en general, activos financieros comprar, en qué porcentaje, en qué divisas, etc. Los partícipes son dueños de la parte proporcional del fondo en función del capital que han invertido, pero, y a diferencia de las sociedades de inversión, por muy elevado porcentaje que ostenten, no tienen capacidad de decisión sobre qué activos comprar o vender. Estas decisiones las toma, en exclusiva, la sociedad gestora, que tiene como única limitación las que impone el regulador (en España, la Ley 35/2003 y la normativa de desarrollo), el supervisor (la CNMV) y el reglamento de gestión del propio fondo.

Esquema 1. Ejemplo simplificado de la estructura de un fondo de inversión



Fuente: elaboración propia.

¿Quién puede invertir en fondos de inversión?

En un fondo puede invertir cualquier persona, física o jurídica, residente o no residente, mayor o menor de edad[57], sin más limitaciones que las que el propio reglamento del fondo contenga.

¿Cuáles son los elementos de un fondo de inversión?

Los principales componentes de un fondo de inversión son los siguientes:

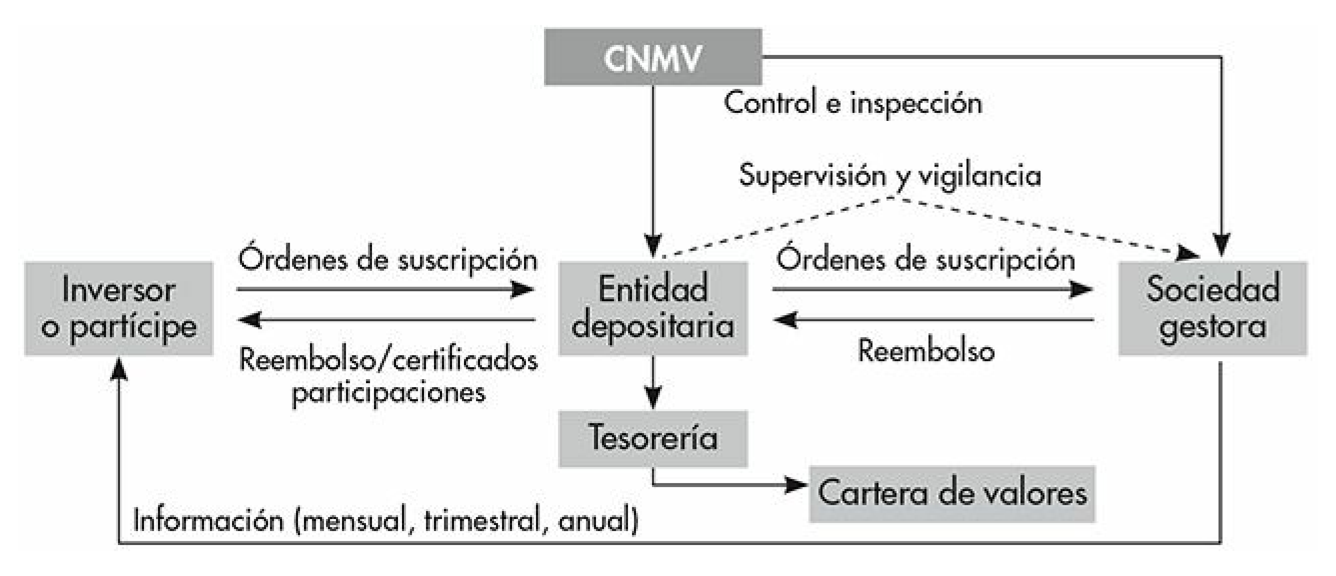
- *Los partícipes,* o inversores, son quienes aportan capital al fondo de inversión. Son copropietarios del patrimonio del fondo, del que les corresponde un porcentaje en función de su aportación (del número de participaciones que posean). Esta aportación se puede realizar bien en el momento de constitución del fondo o, como suele ser lo más habitual, con posterioridad. Salvo excepciones, los fondos de inversión admiten en todo momento nuevos partícipes, así como la salida de aquellos que quieran deshacerse de sus participaciones. En este sentido, hay que señalar que, a diferencia de las acciones, si un inversor quiere vender (comprar) participaciones, no es necesario encontrar un comprador (vendedor), sino que es el propio fondo de inversión el que amortiza (crea) las participaciones. Por esta razón, la liquidez para un inversor en un fondo es muy elevada o, al menos, tanto como los activos que componen el patrimonio del fondo.

Tabla 1. Derechos del partícipe

- Solicitar y obtener el reembolso del valor de sus participaciones, sin deducción de comisión o gasto alguno en caso de producirse una modificación relevante en el reglanento del fondo.
- Solicitar y obtener el traspaso de sus inversiones entre IIC.
- Obtener información suficiente, veraz, precisa y permanente sobre el fondo y el valor liquidativo de las participaciones.
- Exigir responsabilidades a la sociedad gestora y al depositario por el incumplimiento de sus obligaciones legales y reglamentarias.
- Acudir al departamento de atención al cliente o al Defensor del Cliente y, en su caso, al Comisionado para la Defensa del Inversor, para resolver dudas o reclamaciones.

- *La Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC)* es una sociedad anónima cuyo objeto social exclusivo es la gestión y administración del patrimonio del fondo, siendo responsable de las compras y ventas de valores realizadas dentro de los límites impuestos por la política de inversiones establecida en el reglamento (o por la legislación). La entidad gestora de un fondo de inversión no ostenta la propiedad del patrimonio que gestiona, que es propiedad de los partícipes de un fondo de inversión, por lo que no está facultada para disponer del mismo, ni para realizar cualquier otra operación con él que no sea la gestión o administración del mismo. Cada fondo de inversión tiene una única sociedad gestora, pero una entidad gestora puede administrar varios fondos de inversión a la vez.
- *La entidad depositaria* es una sociedad anónima que custodia los valores del fondo de inversión, tiene depositada su tesorería y ejerce funciones de control y vigilancia de las actuaciones de la sociedad gestora.
- *La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)* es el organismo público que controla y supervisa la actuación, tanto de los fondos de inversión en general, como de las diferentes sociedades gestoras y entidades depositarias.

Esquema 2. Elementos de un fondo de inversión y funcionamiento



Fuente: elaboración propia.

¿Qué es el valor liquidativo de un fondo de inversión? ¿Quién, cómo y con qué frecuencia se calcula? ¿Dónde se puede conseguir?

De forma básica, podemos definir el valor liquidativo (VL) como el precio de una participación de un fondo de inversión. Es la cantidad de euros que se debe pagar cuando se compran participaciones, la que se recibe cuando se venden o la que sirve para valorar la inversión en un determinado fondo.

El valor liquidativo de las participaciones es el resultado de dividir el patrimonio neto total del fondo entre el número de participaciones. El valor del patrimonio del fondo recoge diariamente el valor de mercado de los diferentes activos que lo componen. Para ello, se tienen en cuenta los precios de mercado de los activos (acciones, bonos, derivados) del día de la valoración, y para aquellos que no cotizan se aplican criterios de valoración alternativos que reflejen las condiciones para activos similares. Además, el patrimonio del fondo recoge la cifra de suscripciones (compras) y reembolsos (venta) de participaciones diarias.

Es la SGIIC la que calcula y publica el VL del fondo a través de diversos medios (aplicaciones para *smartphones*, páginas web, periódicos, etc.). Lo más habitual es que se calcule diariamente el valor liquidativo, si bien existen excepciones. En el caso de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (IICIL), de los fondos de inversión inmobiliaria (FII) y de algunas otras IIC el VL se calcula con una menor frecuencia (semanalmente, mensualmente o, incluso, trimestralmente).

El valor liquidativo aplicable a las suscripciones y reembolsos será el del mismo día de su solicitud o el del día hábil siguiente, de acuerdo con lo que a tal efecto esté previsto en el folleto simplificado, donde se indicará asimismo el procedimiento de suscripción y reembolso.

Las sociedades gestoras están obligadas a remitir a la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores la información necesaria para la publicación diaria del valor liquidativo de los fondos de inversión, desde el momento en que queden inscritos en el Registro de la CNMV, con el fin de garantizar que los partícipes de los fondos conozcan el valor de sus inversiones y puedan contrastar el valor liquidativo aplicado en sus operaciones de suscripción y reembolso con el publicado diariamente en el Boletín de Cotización. Por tanto, el partícipe de un fondo de inversión puede consultar el valor liquidativo de sus participaciones en el Boletín de Cotización de la Bolsa de Valores (además de los demás medios de información antes comentados, como por ejemplo páginas web).

¿Cómo y dónde se compran y venden participaciones de un fondo de inversión?
Para suscribir participaciones de un fondo de inversión solo hace falta tener una cuenta corriente en una entidad financiera. En este punto, debemos señalar que, a diferencia de las acciones o de las sociedades de inversión (SICAV), para comprar participaciones de un fondo de inversión no es necesario tener una cuenta de valores. La cuenta corriente es necesaria para canalizar los movimientos de dinero derivados de la suscripción y del reembolso de participaciones. El objetivo de tener una cuenta corriente es mejorar la eficiencia operativa, pero no es una obligación legal, por lo que en ningún caso estas cuentas corrientes pueden llevar aparejadas comisiones de apertura, mantenimiento o cancelación para el cliente, salvo que también se utilicen para otras operaciones ajenas a la del fondo de inversión.

Pueden comprarse y venderse participaciones a través de intermediarios financieros, como bancos, cooperativas de crédito, cajas de ahorro, sociedades de valores, etc. También las propias sociedades gestoras de los fondos de inversión pueden comercializar sus fondos, bien de forma directa, bien a través de agentes o apoderados, aunque lo más frecuente es que lo hagan a través de intermediarios financieros. Si se utilizan agentes que actúan en nombre y por cuenta de una entidad financiera, no se le debe entregar el dinero en efectivo al agente ni firmar cheques a su nombre; solo se debe hacer llegar a la cuenta corriente antes señalada.

¿Qué condiciones se imponen en el reembolso de participaciones?

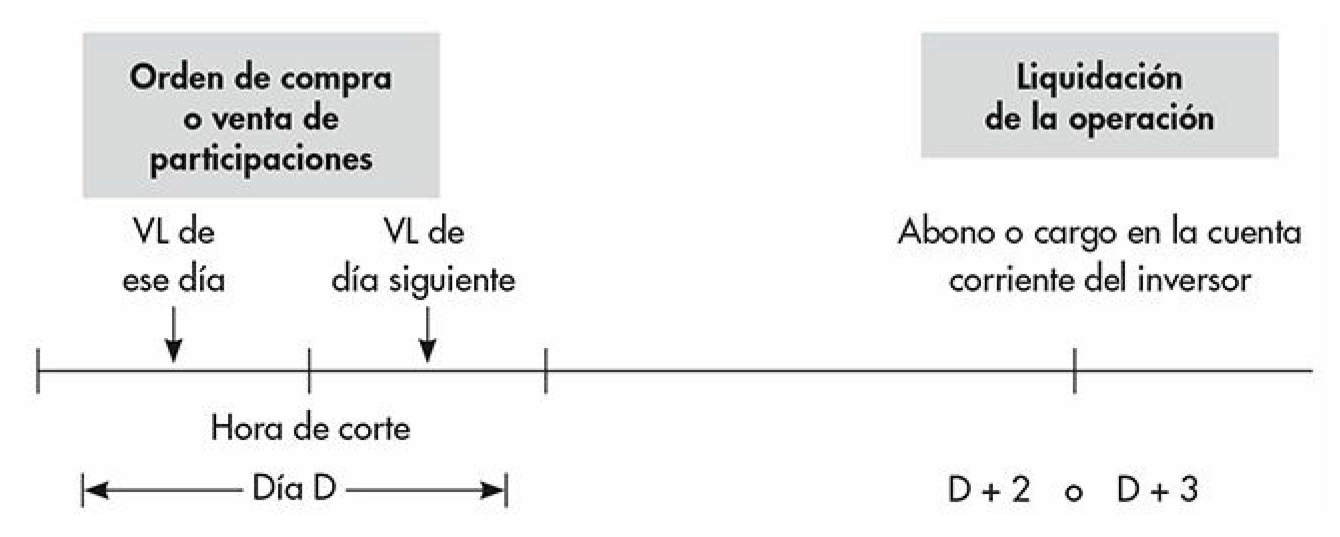
Cuando un inversor quiere recuperar el dinero invertido en un fondo de inversión tiene que reembolsar sus participaciones. Esta venta de participaciones puede ser total o parcial y, a cambio, recibirá el importe que resulte de multiplicar el valor liquidativo que corresponda por el número de participaciones reembolsadas. El valor liquidativo aplicable al reembolso será el del día de la solicitud o el del día siguiente (según lo que establezca el folleto).

Los folletos suelen recoger lo que se denomina «hora de corte», a partir de la cual las solicitudes recibidas se consideran realizadas al día hábil siguiente. Supongamos que la «hora de corte» son las 11:00 horas de la mañana. Así, si un partícipe solicita un reembolso a las 10:30 horas, se le aplicará el valor liquidativo de ese día, mientras que si lo solicita a partir de las 11:00 horas, se aplicará el del día siguiente.

Pero conviene distinguir entre la fecha para el cálculo del valor liquidativo y la de la liquidación de la operación, que suele demorarse entre dos y tres días (pero puede llegar a cinco días laborales). Es decir, podemos dar orden de venta (o de compra) de las participaciones hoy, a un valor liquidativo que no se conocerá hasta mañana o pasado, y sin que el dinero se abone (o se cargue) en la cuenta corriente hasta dentro de dos o tres días[58].

La liquidez de un fondo de inversión es total, en el sentido de que no es necesario encontrar un inversor que adquiera las participaciones que se quieran vender. Será el fondo de inversión el que las amortice, debiendo vender activos financieros para hacer frente a la desinversión del partícipe[59]. Es aquí donde pueden existir «problemas», por ejemplo, cuando los activos en los que se invierte el fondo no sean líquidos. Para evitar estas situaciones la legislación impone restricciones a los activos en los que se puede invertir (o limita los porcentajes) y obliga a que una parte del patrimonio esté en liquidez (entre un 3% y un 5%).

Esquema 3. Reembolso y suscripción de un fondo de inversión



Fuente: elaboración propia.

Adicionalmente, las gestoras pueden exigir preavisos de hasta 10 días para solicitudes de reembolso superiores a los 300.000 euros. Solo en el caso de que un elevado porcentaje de partícipes den orden «simultánea» de venta, entonces el fondo puede establecer una especie de corralito, es decir, hacer frente a las peticiones de reembolso a medida que el gestor es capaz de hacer líquidas las inversiones. En la

larga historia de los fondos de inversión en España (desde la década de los sesenta) apenas se han producido unos pocos casos (y más vinculados a fondos de inversión que invertían en activos inmobiliarios).

Por último, señalar que, al igual que la suscripción, el reembolso puede estar sujeto a una comisión de hasta el 5% del importe reembolsado. Como ejemplo ilustrativo, supongamos que un partícipe invirtió 1.600 euros en un fondo de inversión mediante la adquisición de 351,8262 participaciones con un valor liquidativo de 4,5477 euros. Al cabo de tres meses y tras una revalorización del 7%, decide reembolsar toda su inversión. Da orden de venta de todas sus participaciones, cuyo valor liquidativo es de 4,8660 euros, por lo que debería cobrar 1.712 euros. Sin embargo, el reembolso en un plazo inferior a los 12 meses está sujeto a una comisión del 3%, por lo que la cantidad que le ingresarán en la cuenta corriente se reduce a 1.660,64 euros[60] (es decir, debe pagar una comisión de reembolso de 51,36 euros).

¿Qué información recibe un partícipe de un fondo de inversión?

Las entidades comercializadoras están obligadas a entregar a los partícipes, de forma gratuita, el folleto simplificado del fondo y el último informe semestral publicado:

- Un folleto simplificado, de carácter trimestral, donde se encuentran todos los datos identificativos del fondo y de la gestora: política de inversión, comisiones que cobra, la valoración de las suscripciones y reembolsos, la fiscalidad, etc.
- Un folleto completo, igualmente de carácter trimestral, que se remite a la CNMV, y que deberá facilitar al cliente en el caso de que este lo solicite. También se puede consultar a través de la página web de la CNMV (www.cnmv.es).

Además, el partícipe debe tener acceso a dos informes más:

- Un informe semestral, relativo al primer semestre de cada ejercicio.
- Un informe anual para cada ejercicio con contenidos similares a los del informe trimestral, pero añadiendo un balance de situación y una cuenta de pérdidas y ganancias del fondo.

La finalidad buscada es la de mantener informados a los inversores del valor del patrimonio y de su evolución, de la composición de la cartera del fondo, de las comisiones imputadas, así como de cualquier otra información que la gestora considere relevante. Antes de ser difundidos entre el público, estos documentos son remitidos a la CNMV para que los verifique y registre (están disponibles en su página web: www.cnmv.es).

¿Qué comisiones soporta el inversor en un fondo de inversión?
Invertir en fondos de inversión implica asumir costes, derivados de la remuneración que obtienen los gestores y los depositarios por los servicios que prestan. Es importante señalar que las comisiones deben encontrarse dentro de los límites máximos fijados por la ley, que varían de un fondo a otro y que son públicas, es decir, el partícipe debe saber su magnitud y su método de cálculo.

Existen dos grandes grupos de comisiones, las soportadas por el fondo y las soportadas por el partícipe:

Tabla 2. Comisiones legales máximas de los fondos de inversión

Comisión	Aplicación	FI	FII*	Monetarios**
Gestión	sobre patrimonio (P) sobre resultados (R) sobre ambos	2,25% 18% 1,35% (P) 9% (R)	4% 10% 1,5% (P) 5% (R)	1% 10% 0,67% (P) 3,33% (R)
Custodia	sobre patrimonio	0,2%	0,4%	0,15%
Suscripción	sobre importe	5%	5%	1%
Reembolso	sobre importe	5%	5%	1%

Fuente: elaboración propia.
* En el caso de los FI, la suma de las comisiones de suscripción y reembolso no podrá ser superior al límite conjunto del 5%.
** Límites válidos sólo para los fondos de inversión de carácter financiero constituidos como fondos de inversión en activos del mercado monetario (también conocidos como FIAMM) al amparo de la Ley 46/1984, antes de la entrada en vigor del nuevo reglamento en noviembre de 2005. El límite conjunto para las comisiones de suscripción y reembolso es del 1%.

• Comisiones soportadas por el fondo[61]:

1. *Comisión de gestión.* Como su nombre indica, se le paga a la sociedad gestora por su labor de gestión del fondo. Puede calcularse a partir del patrimonio gestionado, en base a los rendimientos obtenidos, o por una combinación de ambos.

2. *Comisión de depósito.* Es la comisión que percibe la entidad depositaria por el servicio de depósito de títulos. Se calcula en función del patrimonio del fondo.

• Comisiones soportadas por el partícipe.

1. *Comisión de suscripción.* Es una comisión que percibe la sociedad gestora. Se aplica sobre el importe de la suscripción, incrementando el mismo.

2. *Comisión de reembolso.* Es una comisión que percibe también la sociedad gestora. Se aplica sobre el importe del reembolso, disminuyendo el mismo.

Como es obvio, en ambos casos la rentabilidad del partícipe se ve afectada de forma negativa, ya que también es el dueño del fondo y, por tanto, las comisiones aplicadas al fondo son repartidas proporcionalmente entre todas las participaciones. Para proteger al inversor, existe un límite máximo en las comisiones que tanto gestora como entidad depositaria pueden aplicar y que se recogen en la tabla 2.

¿Qué tipos de fondos de inversión existen?

Dentro de la categoría jurídica de «fondo de inversión» convienen un importante número de vehículos que, desde el punto de vista del riesgo, son muy diferentes. Para poder analizar la evolución de los fondos de inversión (rentabilidad, riesgo, perspectivas, etc.) y, lo que es más importante, elegir con criterio, es necesario tener en cuenta las diferencias que existen entre los activos que los forman (renta fija a corto plazo, renta fija a largo plazo, renta variable, divisas, etc.). Por tanto, es necesario disponer de una clasificación de los fondos de inversión que permita comparar fondos con combinaciones de rentabilidad-riesgo similares. En este sentido, existen diferentes criterios a la hora de clasificar los fondos de inversión; cada casa de análisis de fondos puede contar con su propia clasificación comercial, pero con carácter general la CNMV clasifica los fondos en las doce categorías que detallábamos en el capitulo anterior.

En Analistas Financieros Internacionales (Afi) los categorizamos con mayor grado de detalle y venimos elaborando índices Afi de fondos desde 1999[62]. En todos ellos, el procedimiento de cálculo es el mismo: se toman a diario los valores liquidativos de los fondos de inversión comercializados en España (y no solo los gestionados aquí) y se clasifican según criterios propios[63].

¿Se puede perder con un fondo que invierta en renta fija?

Sí, al menos en horizontes temporales relativamente cortos (3 meses por ejemplo). En este sentido, es habitual aceptar que se pueden sufrir pérdidas en renta variable, pero que un fondo de renta fija ofrezca una disminución en su valor liquidativo sorprende a algunos inversores. Sin embargo, a pesar de la errónea creencia del público, la renta fija (bonos y obligaciones) y, por tanto, los fondos que invierten en ella, pueden ofrecer pérdidas, tanto por la materialización del riesgo de crédito como de mercado (ver capítulo de renta fija). La evolución de los índices Afi de fondos de inversión de renta fija (duración superior a 2,5 años) sufre pérdidas, pero no de elevada cuantía ni durante periodos prolongados de tiempo.

¿Se puede perder invirtiendo en un fondo de inversión garantizado?

Sí, en dos casos. En el primero, en aquellos fondos de inversión que no garantizan el 100% de la inversión, sino solo un porcentaje. Es lo que la CNMV (ver capítulo anterior) denomina «De Garantía Parcial», y Afi, «Garantizado parcial».

El segundo caso en el que un inversor puede perder dinero, aun en un fondo que garantice el 100% de lo invertido, se produce si decide reembolsar sus participaciones antes del vencimiento de la garantía. En ese caso recibirá el valor liquidativo en el momento de la venta, que se determinará en función del valor de mercado de sus inversiones en ese momento. Además, es normal que en estos casos el partícipe sufra comisiones de reembolso.

¿Quién garantiza su inversión en caso de quiebra de la gestora del fondo?

El patrimonio de un fondo de inversión es propiedad de los partícipes, no de la SGIIC. Por tanto, si la sociedad gestora quebrase, los activos de los fondos de inversión no formarían parte de sus activos de liquidación (no están en su balance), por lo que no hay ningún tipo de riesgo. El riesgo radica en si quiebran los emisores de los títulos en los que invierte el fondo de inversión, no si quiebra la sociedad que los gestiona, en cuyo caso las consecuencias estarían más vinculadas con los aspectos administrativos.

¿Qué son los fondos de fondos de inversión?

Son fondos de inversión que invierten su patrimonio, de forma mayoritaria, en participaciones de otros fondos de inversión. Si bien tienen un claro inconveniente (pueden soportar unas mayores comisiones), tienen importantes ventajas tanto para el partícipe como para el gestor, tal y como se recoge en la tabla 3. En España es posible encontrar un buen número de fondos de fondos de inversión, que habitualmente se clasifican en la categoría de «Gestión Global».

Tabla 3. Fondos de fondos: principales ventajas

PARA EL PARTÍCIPE	PARA EL GESTOR
• Inversión profesionalizada en cestas de fondos. • La entrada y salida en fondos no tienen repercusión fiscal para el partícipe. • Acceso a fondos que exigen una suscripción inicial elevada. • Menos comisiones en algunos fondos.	• Mejora la eficiencia en la gestión: acceso a más mercados y estrategias. • Diversificación sin coste de recursos. • Permite combinar distintos estilos de gestión.

Fuente: elaboración propia.

¿Dónde se pueden hacer reclamaciones sobre fondos de inversión?

Si el suscriptor de un fondo de inversión tiene problemas a la hora de comprar o vender participaciones de un fondo, o si no está conforme con las comisiones que se le han cobrado, debe de seguir los siguientes pasos:

- Intentar resolver el problema en la entidad financiera (acudiendo al Defensor del Cliente) o en la gestora del fondo.
- En el caso de no poder llegar a una solución, o si no es de la satisfacción del inversor, este puede acudir a la asesoría jurídica de la OCU (Organización de Consumidores y Usuarios).
- En el caso de que el inversor no solucione sus problemas, puede acudir a la ventanilla de reclamaciones de la CNMV.

ANEXO. CATEGORÍAS AFI DE FONDOS DE INVERSIÓN (SELECCIÓN)

Categoría	Definición
Monetarios euro	• Invierte en activos de renta fija y en depósitos con un vencimiento inferior a 18 meses. • Ausencia de exposición a renta variable y materias primas, así como a riesgo divisa. • Elevada calidad crediticia (ausencia de exposición a activos con *rating* inferior a A2 y a BBB- si es deuda soberana).
Monetarios USD (dólares estadounidenses)	• Los activos están denominados mayoritariamente en USD y, en general, los activos denominados en otras divisas no superan el 5% de la cartera. • No incluye activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija. • El plazo de los activos no podrá ser superior a 18 meses.
Monetarios internacional	• El porcentaje de activos denominados en monedas distintas al euro y al dólar estadounidense es superior al 5% de la cartera. • No incluye activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija. • El plazo de los activos no podrá ser superior a 18 meses.
Renta fija «corto» euro	• No incluye activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija. • La duración media de la cartera no puede superar los 2,5 años. Los activos estarán denominados en euros, con un máximo del 10% en otras divisas.
Renta fija «largo» euro	• No incluye activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo subyacente no sea de renta fija. • La duración media de la cartera debe ser superior a 2,5 años. • Los activos están denominados en euros, con un máximo del 10% en otras divisas.
Garantizado rendimiento fijo	• Fondos para los que existe garantía de un tercero (bien a favor del fondo o de los partícipes) y que aseguran exclusivamente la inversión más un rendimiento fijo.
Garantizado rendimiento variable	• Fondos con la garantía de un tercero que asegura la recuperación de la inversión inicial más una posible cantidad total o parcialmente vinculada a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo. • Además, incluye todo aquel fondo de inversión de un tercero, que asegura la recuperación de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte del patrimonio.
Garantizado parcial	• IIC con objetivo concreto de rentabilidad al vencimiento, ligado a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo, para el que existe la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial. • Además incluye toda aquella IIC con la garantía de un tercero que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte del patrimonio.
Renta variable global	• Invierte al menos el 75% de la cartera en activos de renta variable. • Las inversiones se concentran, mayoritariamente, en emisores de los países más desarrollados de la OCDE (Estados Unidos, Japón, países del área euro), aunque sin una

	preferencia preestablecida por un país o zona geográfica concretos.
Renta variable emergentes global	• Invierte al menos el 75% de la cartera en activos de renta variable. • El porcentaje de acciones de emisores de países emergentes es, al menos, el 75% de la cartera de renta variable, aunque sin una preferencia preestablecida por emisores de una zona concreta.
Renta variable emergentes MENA	• Invierte al menos el 75% de la cartera en activos de renta variable. • El porcentaje de acciones de emisores de países emergentes es, al menos, el 75% de la cartera de renta variable y se centra mayoritariamente en emisores procedentes de Oriente Medio y norte de África.

Fuente: Afi.

14
ETF(EXCHANGE TRADED FUNDS)

Por sus elementos diferenciales y por su creciente importancia, es conveniente hacer una mención especial a los fondos cotizados o ETF (por sus siglas en inglés, *Exchange Traded Funds)* que en la legislación española son Instituciones de Inversión Colectiva (IIC). Los ETF nacieron en 1990[64] con TIP35, un ETF cotizado en la Bolsa canadiense, y desde 1993 se negocia el más importante, SPIDER, que reproduce la evolución del índice bursátil estadounidense S&P 500.

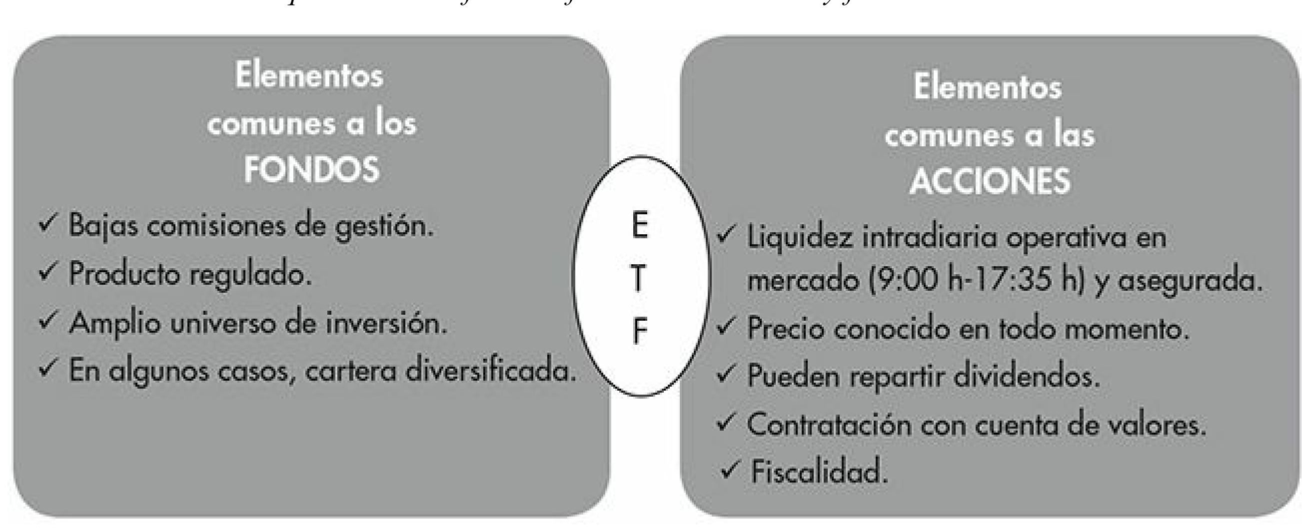
Los ETF son una muestra más de adaptación de las IIC a las demandas de los inversores, ya que son un producto con reducidas comisiones de gestión, con elevada liquidez y con un comportamiento predecible a partir de la evolución de los mercados financieros a los que están vinculados. Efectivamente, gran parte del éxito de los ETF, sobre todo los de renta variable, reside en que evitan el «riesgo gestor», que es aquel vinculado, entre otras causas, a desaciertos en la toma de decisiones por parte del gestor, a las implicaciones negativas que pueden tener sobre el patrimonio gestionado los reembolsos masivos (pueden alejarlo significativamente de su índice de referencia al mantener posiciones sobreponderadas en los activos menos líquidos), a la preocupación del equipo gestor sobre su futuro profesional en una época de crisis, etc.

Además, el ETF es un vehículo adecuado para aquellos inversores que consideren que los gestores no aportan alfa (rentabilidad por encima de la del mercado), ya que sus comisiones de gestión son inferiores (precisamente por su indexación). Pero los ETF no se limitan a reproducir índices bursátiles, sino también índices de renta fija de distinta duración y/o tipología de bonos (vinculados a la inflación, MBS, etc.), estilos de gestión, etc. La intención de este capítulo es exponer cómo pueden utilizarse los ETF en las finanzas personales.

¿Qué es un ETF?

Un Exchange Traded Fund (ETF) es una Institución de Inversión Colectiva con varias características relevantes. Una de ellas es que se negocia en las Bolsas de Valores. Es decir, un ETF cotiza a lo largo de la sesión, de tal forma que se puede invertir y desinvertir en cualquier momento durante el horario de negociación bursátil, incluso varias veces al día. Además, se conoce el precio al que se compran o se venden las participaciones de un ETF. Por tanto, tiene diferencias frente a los fondos de inversión, ya que estos solo publican un valor liquidativo al día, que es el que se utiliza para valorar las operaciones de compra y venta, y que solo se conoce aposteriori, cuando se ejecuta la operación. En definitiva, es posible decir que un ETF es un fondo de inversión con características de una acción en cuanto a su negociación[65], por lo que un inversor puede dar órdenes limitadas a un precio, órdenes por lo mejor y órdenes de mercado y señalar en su caso diferentes condiciones de ejecución[66].

Esquema 1. ETF frente a fondos de inversión y frente a acciones

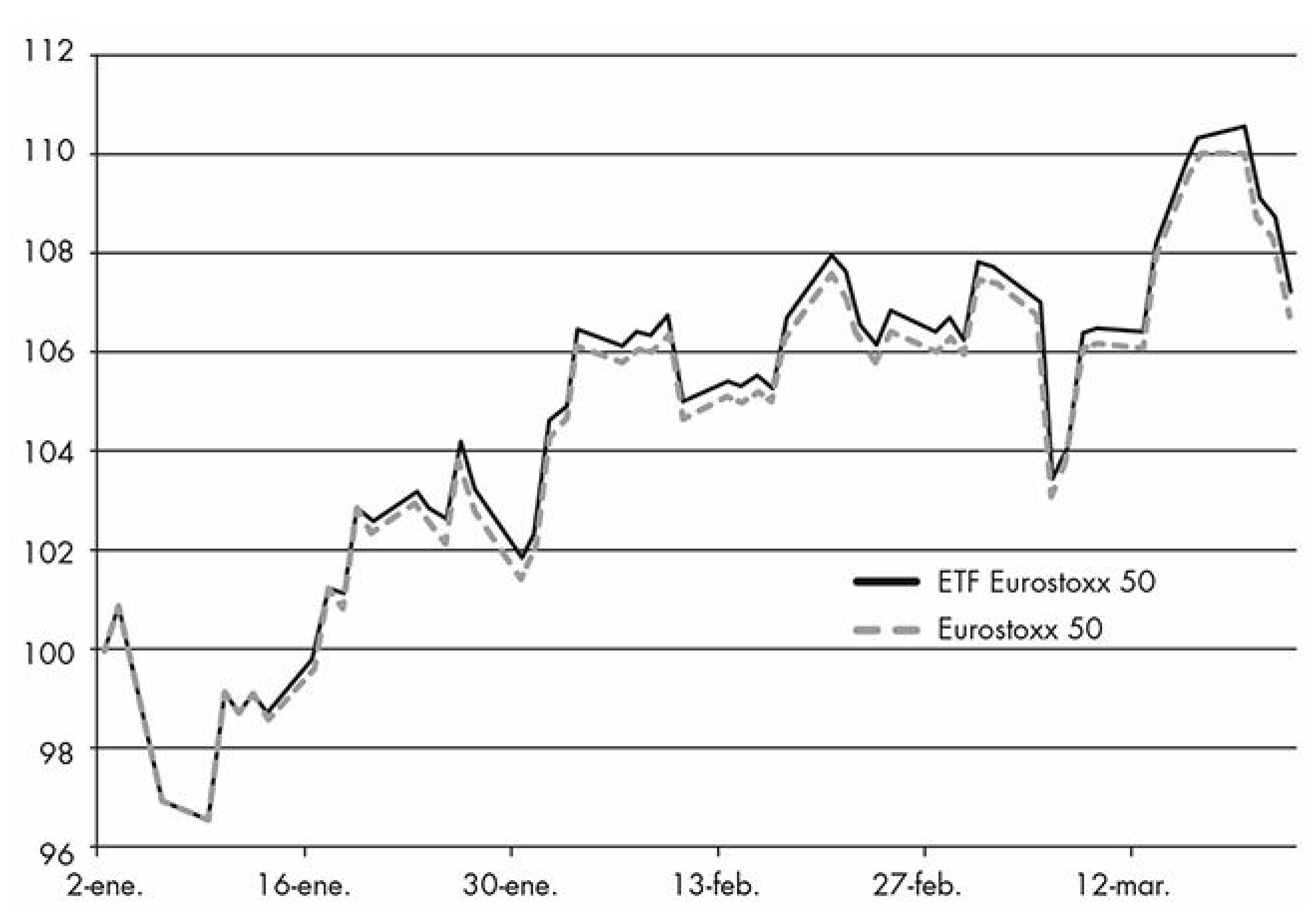


Fuente: Lyxor.

¿Qué significa que un ETF reproduce un índice?

Otra de las diferencias entre un ETF y un fondo de inversión es que el primero realiza gestión pasiva y el segundo, en la mayoría de los casos, gestión activa. Es decir, mientras que un fondo de inversión trata de «batir al mercado», esto es, obtener una rentabilidad por encima de su índice de referencia o *benchmark,* un ETF reproduce su evolución. Así, por ejemplo, un ETF vinculado al Eurostoxx 50 tendrá el mismo comportamiento (ofrecerá la misma rentabilidad) que este índice bursátil (ver gráfico 1).

Gráfico 1. Evolución del Eurostoxx 50 y de un ETF sobre el Eurostoxx 50



Fuente: Bloomberg.

¿Pagan dividendos los ETF?

Sí. Al igual que las acciones, lo más habitual es que los ETF, al menos los de renta variable, paguen dividendos[67]. En este caso, debemos señalar dos implicaciones. La primera, el tratamiento fiscal de estos cobros. La segunda, el impacto sobre el valor liquidativo del ETF, que el día del pago del dividendo caerá en esa magnitud. Como sucede con las acciones, el dividendo lo cobrará quien esté en posesión del ETF el día del pago, independientemente de la fecha en la que lo haya comprado.

¿Qué costes implica comprar y vender ETF?

Un ETF, como cualquier otra Institución de Inversión Colectiva, soporta comisiones de gestión y de depósito, que se deducen diariamente del patrimonio, por lo que ya se recogen en la evolución diaria del valor liquidativo (es decir, igual que en un fondo de inversión o en una SICAV). Pero para invertir en un ETF, a diferencia de un fondo de inversión (y de forma similar a una sociedad de inversión), es necesario disponer de una cuenta de valores, con los gastos que ello implica. Además de los costes asociados a operar en bolsa.

¿En qué activos financieros se puede invertir a través de ETF?

La gama más amplia de ETF se localiza en renta variable. Así, existen ETF que reproducen la evolución de índices mundiales, como el MSCI World, con otros que reproducen a índices de regiones (por ejemplo, países emergentes o el área euro) o de países (S&P 500 de EEUU, Bovespa de Brasil o Ibex 35 de España, por ejemplo). Pero, además, es posible invertir en ETF con un sesgo sectorial (financiero, telecomunicaciones, energía, etc.) o de estilo de gestión (*value*, *growth,* rentabilidad por dividendo, energías renovables, etc.). Pero, como decimos, no solo existen ETF referenciados a renta variable, sino también a renta fija, con distintos vencimientos y, por tanto, riesgo de mercado, pero también con más o menos riesgo de crédito (grado de inversión frente a grado especulativo). Solo una nota adicional: a la hora de invertir en un ETF se debe comprobar en qué moneda está denominado, ya que muchos de ellos lo están en dólares, yenes, libras, etc. Es decir, para un inversor español, comprar un ETF en dólares sobre el S&P 500 implica asumir un doble riesgo: por un lado, el propio del índice bursátil, y por otro, el del tipo de cambio, ya que una depreciación (apreciación) del dólar implicará una pérdida (beneficio).

¿Qué son los ETF de estrategia?

Tres de los casos más relevantes de ETF son el ETF inverso, el ETF apalancado y el ETF inverso apalancado, es decir, los denominados «ETF de estrategia». El primero permite favorecerse de caídas en una sesión en las cotizaciones (por ejemplo, si está vinculado al Eurostoxx y si este cae, el índice y el ETF suben, y viceversa), el segundo evoluciona con un factor x 2 a los movimientos del índice bursátil, y el tercero también presenta este factor, pero sobre el índice inverso (es decir, si el mercado cae un día un 2%, se obtiene una rentabilidad del 4%, y al contrario). Ahora bien, el objetivo del ETF es la reproducción diaria del índice inverso, apalancado o inverso apalancado, lo que tiene implicaciones cuando el plazo de inversión supera una sesión.

¿Cuáles son los riesgos de invertir en ETF de estrategia?

La sencillez en la interpretación del comportamiento de esta tipología de ETF provoca que sean todavía más sorprendentes los resultados que se pueden obtener cuando la inversión se realiza con un horizonte temporal superior a una sesión (más notables cuando superamos la decena). Empecemos con un «caso base», de apenas 5 sesiones, en las que el Eurostoxx 50 presenta un rendimiento diario del -0,5%, +0,6%, -0,3%, +0,4% y -0,1%. El saldo acumulado en estos cinco días es una revalorización del +0,10%. Mientras que el índice inverso cae un 0,10% (es decir, lo esperado), el apalancado se revaloriza un 0,18% (es decir, algo por debajo del +0,20% esperado) y el inverso apalancado cede un 0,22% (más del -0,20% anticipado).

Tabla 1. Evolución simulada de mercado y rendimiento de ETF

Evolución diaria	Índice bursátil	Inverso	Apalancado	Inverso apalancado
	100,00	100,00	100,00	100,00
–0,5%	99,50	100,50	99,00	101,00
0,6%	100,10	99,90	100,19	99,79
–0,3%	99,80	100,20	99,59	100,39
0,4%	100,20	99,80	100,38	99,58
–0,1%	100,10	99,90	100,18	99,78
Resultado	**0,10%**	**–0,10%**	**0,18%**	**–0,22%**

Fuente: elaboración propia.

¿Cuál es el motivo de este comportamiento? Todo es producto de la aritmética, provocado por el hecho de que el índice reproduce la variación diaria del mercado. Así, si el mercado sube un 10% y luego cae un 10%, el saldo neto no es 0%, ya que la caída se produce sobre un valor superior (si parte de 100 sube hasta 110 y luego cae hasta 99, ya que un 10% de 110 es 11; el saldo final es –1%).

Como es obvio, existen casos en los que la aritmética juega «a favor» y los resultados son mejores de lo anticipado. Así que supongamos que todos los días simulamos una revalorización, de tal forma que la caída del inverso y del inverso apalancado es inferior a la esperada y el apalancado gana más que el doble de la revalorización del índice.

Tabla 2. Evolución simulada de mercado y rendimiento de ETF

Evolución diaria	Índice bursátil	Inverso	Apalancado	Inverso apalancado

6,0%	100,00	100,00	100,00	100,00
5,0%	106,00	94,00	112,00	88,00
3,0%	111,30	89,30	123,20	79,20
2,0%	114,64	86,62	130,59	74,45
1,0%	116,93	84,89	135,82	71,47
	118,10	84,04	138,53	70,04
Resultado	**18,10%**	**–15,96%**	**38,53%**	**–29,96%**

Fuente: elaboración propia.

En definitiva, el rendimiento final de un ETF de estrategia depende de la volatilidad de la evolución del índice, de tal forma que se alejará del esperado en mayor medida cuanto mayor sea la volatilidad y, además, cuanto mayor sea el horizonte temporal. Por este motivo, consideramos que la utilización de un ETF de estrategia solo es recomendable para horizontes temporales de inversión de hasta 5 días. Si se cumple la restricción del horizonte temporal, no cabe duda de que son una herramienta útil para estrategias especulativas, en ocasiones más cómodas y baratas que los derivados.

¿Cuál es la fiscalidad de los ETF?
La tributación del inversor (persona física) en ETF depende de la operación que realice.

- Los beneficios obtenidos en la venta se califican de ganancias de patrimonio (no sujetas a retención) y forman parte, cuando su periodo de generación sea superior a un año, de la base imponible del ahorro del IRPF, que tributa a un tipo de gravamen del 21% hasta los 6.000 euros, entre 6.000 y 24.000 euros al 25% y al 27% a partir de 24.000 euros. En el caso de operaciones con periodo de generación igual o inferior a un año, las ganancias forman parte de la base imponible general que tributa a una escala progresiva de gravamen, que oscila entre el 24,75% y el 52% (salvo que la comunidad autónoma de residencia hubiese aprobado otra diferente). Es importante señalar que a los ETF no se les aplica el régimen especial de diferimiento por el «traspaso de fondos».
- Las cantidades repartidas periódicamente por el fondo (dividendos) se califican de rendimientos del capital mobiliario derivados de la participación en los fondos propios (sujetos a retención del 21% y sin aplicación de la exención de 1.500 euros), que forman parte de la base imponible del ahorro del IRPF, que tributa a un tipo de gravamen del 21% hasta los 6.000 euros, entre 6.000 y 24.000 euros al 25% y al 27% a partir de 24.000 euros, siendo deducibles los gastos de administración y depósito.

15
OTRAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

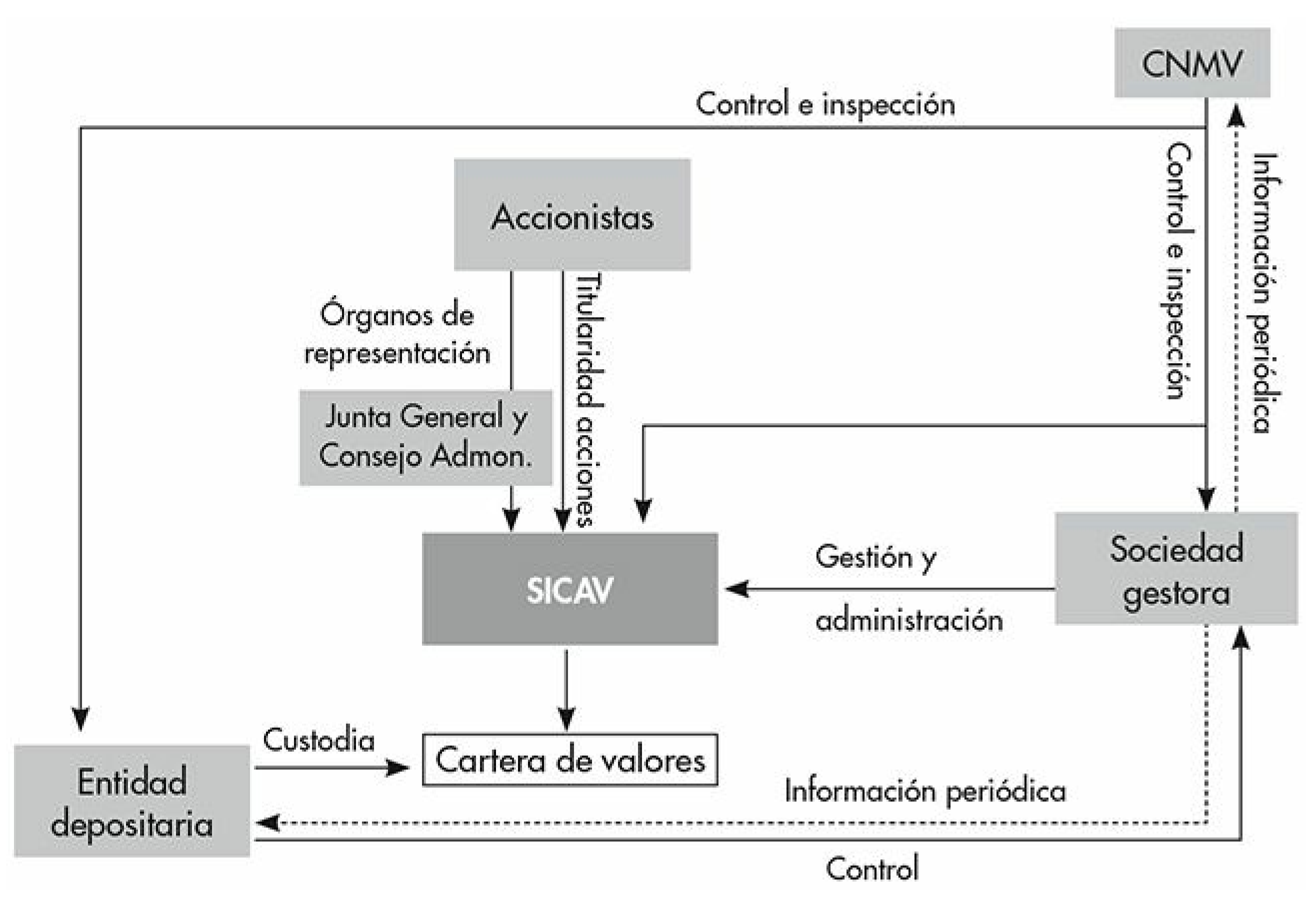
En el capítulo 13 se ha hecho referencia a los fondos de inversión por ser el producto más común entre los inversores particulares. Sin embargo, existen otros tipos de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) que presentan ciertas características propias. Nos referimos a las SICAV, a los fondos de inversión inmobiliarios, a los fondos de inversión libre y a los fondos de fondos de inversión libre. Aunque los incluimos dentro de un mismo capítulo es importante señalar que son alternativas de inversión con diferente nivel de riesgo, de liquidez, comisiones, distinto tratamiento fiscal, etc. Dado que en este capítulo se van a estudiar varias IIC, recomendamos ver el esquema 2 del capítulo 13 con la clasificación de todas ellas según la normativa española.

¿Qué son las SICAV?
Las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) son una IIC muy similar a un fondo de inversión. Su principal diferencia se halla en su forma jurídica, ya que las SICAV son sociedades anónimas. Así, los ahorradores que aportan su dinero en una SICAV se convierten en accionistas, mientras que los que lo hacen en un fondo de inversión son partícipes (en el primer caso compran acciones y en el segundo participaciones). Las acciones de las SICAV, como las participaciones de los fondos cotizados (ETF, ver capítulo anterior) pueden cotizar en una Bolsa de Valores. En el caso de España, lo hacen en el denominado Mercado Alternativo Bursátil (MaB), donde se pueden comprar y vender. En definitiva, una SICAV es una IIC, muy similar a un fondo de inversión.

¿Cómo se compran y venden acciones de una SICAV?

El capital social de una SICAV[68] es susceptible de aumentar o disminuir dentro de los límites del capital máximo o mínimo fijados en sus estatutos, mediante la venta o adquisición por la sociedad de sus propias acciones, sin necesidad de acuerdo de la junta general. La variabilidad del capital tiene como objetivo que la SICAV sea una IIC de carácter abierto, vendiendo y comprando sus propias acciones para permitir así la entrada al nuevo accionista que desea formar parte de la sociedad o aportar liquidez a quien desea salir (todo ello dentro de los límites que impone la normativa).

Esquema 1. Funcionamiento de una SICAV



Fuente: elaboración propia.

En consecuencia, la variabilidad del capital social (lo que varía en un FI es su patrimonio) no es más que un mecanismo necesario para el funcionamiento de la SICAV (para la entrada y salida de inversores), pero no afecta al régimen jurídico del capital social de la sociedad anónima que es. Como no podía ser de otra forma, la titularidad de las acciones en las que se divide el capital determina la posición jurídica de cada socio, que puede ejercer sus derechos (económicos y políticos) en función del número de acciones que posea o represente.

¿Qué diferencias y semejanzas existen entre un fondo de inversión y una SICAV?

Un fondo de inversión y una SICAV son dos vehículos de inversión con muchas similitudes. La primera es que los dos son IIC y están sujetos a la misma normativa (ver capítulo 12 sobre las IIC). La segunda es que cada vez que un inversor compra o vende participaciones o acciones, el fondo de inversión aumenta o reduce el número de participaciones y la SICAV aumenta o reduce el capital. Es decir, en ambos casos, para invertir o desinvertir no es necesario encontrar a alguien dispuesto a vender o a comprar, sino que es el propio fondo o SICAV el que, por así decirlo, hace de contrapartida. Tanto el fondo como la SICAV publican a diario un valor liquidativo, que es el que se utiliza para valorar la compra, la venta o la inversión.

En cuanto a las diferencias, aunque numerosas, no son demasiado relevantes. Como ya hemos comentado, los inversores en una SICAV son accionistas, mientras que los de los fondos de inversión son partícipes (el número mínimo de ambos es 100). Si el capital mínimo de una SICAV debe ascender a 2,4 millones de euros, el patrimonio de un fondo de inversión debe sumar 3 millones de euros.

Otra diferencia, en este caso operativa, radica en que para ser inversor en una SICAV es necesario, como acción que es, contar con una cuenta de valores[69], lo que puede implicar costes de mantenimiento. Además, en la operativa de compra y venta también se deben soportar costes y comisiones.

Por último, otra diferencia entre una SICAV y un fondo de inversión es que en este la gestión está delegada a la sociedad gestora, que es quien toma las decisiones de compra y venta de activos financieros. En una SICAV, sin embargo, es la Junta General de Accionistas la que tiene el poder sobre las decisiones a tomar en cuanto a las inversiones financieras. Ahora bien, esto no significa que pueda prescindir de una sociedad gestora, que, salvo excepciones[70], es un requisito imprescindible, así como una entidad depositaria.

Tabla 1. Fondo de inversión frente a SICAV

	Fondo de inversión	**SICAV**
Forma jurídica	Patrimonio.	Sociedad anónima.
Capital mínimo (euros)	3,0 millones.	2,4 millones.
Propiedad representada en	Participaciones.	Acciones.

N.º mínimo de partícipes o accionistas	100	
Comisiones	Gestión y depositaria.	
Gastos	—	Los asociados a la cuenta de valores.
Liquidez	Máxima. La de los activos.	
Coef. liquidez	3%	3%
Cotización en Bolsa	No (solo los ETF).	Sí. En España, en el MaB.

Fuente: elaboración propia.

¿Es líquida la inversión en una SICAV?

La inversión en una SICAV es totalmente líquida o, al menos, tan líquida como los activos que componen su patrimonio. La normativa, al exigir unos coeficientes de diversificación por activos, garantiza que la liquidez de la SICAV sea elevada. Aunque lo hemos comentado anteriormente, es importante señalar que aun tratándose de acciones, si alguien quiere invertir en una SICAV, no necesita encontrar un vendedor de acciones: será la propia sociedad la que amplíe capital. Si un accionista quiere desinvertir, no es imprescindible encontrar un comprador: la SICAV le «comprará» las acciones al valor liquidativo.

¿Qué es la gestión alternativa?
La gestión alternativa, en contraste con la «gestión tradicional», tiene como objetivo conseguir rentabilidades positivas bajo cualquier condición del mercado y con reducida correlación con las distintas clases tradicionales de activos financieros. Para ello, se recurre no solo a estrategias de compra y mantenimiento («estar largo»), sino también al uso de instrumentos derivados, a las ventas en corto, al apalancamiento, etc., todo ello, por lo general, con un estricto control del riesgo de mercado de la cartera.

Tabla 2. Gestión alternativa frente a gestión tradicional

Gestión alternativa	Gestión tradicional
• Objetivo de inversión: rentabilidades absolutas. • Baja correlación con los activos tradicionales. • Activos necesarios para diversificar carteras. • Gestión orientada a generar valor añadido para el inversor: Alfa. • Estrictas políticas de gestión de riesgo, con un proceso de inversión disciplinado y eficiente. • Gestión realizada por especialistas para buscar y explotar ineficiencias de los diferentes mercados.	• Objetivo de inversión: batir a sus mercados de referencia. • Alta correlación con otros mercados, áreas, sectores y estilos de gestión. • Distribución estratégicade activos, muy sensible a tendencias de los mercados tradicionales, tanto alcistas como bajistas. • Mercado maduro y explotado en el que se intentan buscar alternativas de gestión más innovadoras y generadoras de valor.

Fuente: elaboración propia.

¿Es posible invertir en gestión alternativa?

Sí. De nuevo, de forma directa e indirecta. El primer caso está limitado a los gestores profesionales, dado que la inversión alternativa es mucho más compleja que la gestión tradicional. En España, tanto fondos de inversión libre como fondos de fondos de inversión libre, o sociedades de inversión libre son vehículos de inversión en gestión alternativa.

El canal más habitual y recomendable para un inversor particular son los fondos de fondos de inversión libre, que permiten el acceso al inversor minorista a la gestión alternativa, con una adecuada diversificación del riesgo y sin un mínimo de aportación. Por el contrario, los fondos de inversión libre no están pensados para los inversores minoristas, sino para institucionales, como pueden ser fondos de pensiones, entidades de crédito, aseguradoras, entidades de capital riesgo, etc. Para ello tienen unos importes mínimos de inversión: 50.000 euros.

Hay que señalar también la figura de los *Hedge Funds,* que se han popularizado tras el estallido de la crisis en 2007. Son fondos de inversión libre, pero gestionados y comercializados en otros países, es decir, no están bajo la normativa española. Con un patrimonio de 2 billones de dólares estadounidenses, son uno de los vehículos de inversión más importantes, si bien suelen estar restringidos a inversores institucionales y a patrimonios muy altos.

¿Existen otras vías de invertir en gestión alternativa?

Sí. En España es posible invertir en fondos de inversión, digamos tradicionales, pero cuyas estrategias son de gestión alternativa. Por lo general, no existen mínimos de inversión y los ofrecen tanto gestoras nacionales como internacionales. En Afi calculamos dos índices de fondos de inversión (ver capítulo 13) que miden la evolución de todos los fondos comercializados en España cuya filosofía de inversión responde al concepto de «gestión alternativa». Dentro de estos establecemos dos grupos a partir de la volatilidad (del riesgo) que pueden soportar. Por un lado, los fondos con una volatilidad inferior al 2,5% (y que suelen tener como objetivo el Euribor, más un 0,25%-0,75%), que agrupamos dentro de la categoría «Retorno Absoluto Conservador», y los que pueden tener una volatilidad superior al 2,5%, englobados en la categoría de «Gestión Alternativa» (su objetivo de rentabilidad puede ser Euribor hasta más 5,0%).

¿Qué son los fondos de inversión inmobiliaria (FII)?
Los fondos de inversión inmobiliaria (FII) son fondos de carácter no financiero que tienen por objeto la inversión en cualquier tipo de inmueble de naturaleza urbana para su arrendamiento, sin menoscabo de que puedan invertir en activos financieros. La rentabilidad de estos fondos de inversión proviene fundamentalmente del alquiler de las viviendas, de los locales comerciales, de las residencias de estudiantes o de la tercera edad, etc., así como de la evolución del precio de los activos que poseen. A estos efectos, las gestoras tienen obligación de tasar los inmuebles en la adquisición, y hacerlo, al menos, una vez al año.

La liquidez de estos productos es más limitada que la de los fondos de inversión mobiliarios, ya que solo están obligados a permitir las suscripciones y reembolsos una vez al año (aunque lo normal es que permitan que sea mensual o trimestral) y a calcular el valor liquidativo con carácter mensual. En definitiva, la liquidez de los FII es menor que la de los FI, una característica que junto a las comisiones de reembolso (que son elevadas, de hasta el 5%, pero decrecientes con el tiempo) hace que este producto sea adecuado para horizontes de inversión largos (entre 3 y 5 años).

La inversión en fondos inmobiliarios supuso obtener importantes plusvalías durante los años del *boom* inmobiliario en España, con rentabilidades anuales del orden del 8%. A partir de 2008, las pérdidas, así como el cierre de fondos, han sido generalizadas, de tal forma que en la actualidad no se comercializa ninguna IIC inmobiliaria y las pocas que aún existen están en proceso de liquidación.

En lo que respecta al régimen fiscal de los partícipes, es el mismo que el aplicable a los fondos de inversión mobiliarios.

16
SEGUROS

Como es bien sabido, son muchos y diversos los riesgos a los que están sometidos tanto la salud de las personas como su patrimonio. Aunque puede ser discutible si pagar una prima para contratar un seguro es o no una inversión, nosotros sí lo vamos a considerar así. Y lo hacemos porque el pago de una prima puede permitir evitar una pérdida patrimonial en el futuro, en caso de que se produzca un acontecimiento negativo para nuestra salud o nuestros bienes. Es decir, se puede obtener una rentabilidad futura a partir de una «inversión» en un seguro. Existen numerosas modalidades de seguros, que se expondrán en la siguientes líneas, pero prestaremos una especial atención a los seguros personales. El capítulo se cerrará analizando la fiscalidad de los seguros.

¿Qué son los seguros, para qué sirven y cómo se instrumentan?

Los seguros de riesgos personales y patrimoniales son contratos a través de los cuales el tomador, a cambio del pago de una prima, traspasa el riesgo o transfiere las consecuencias económicas desfavorables producidas por la realización del riesgo asegurado a un tercero, que es la entidad aseguradora.

Desde un punto de vista formal, los seguros se instrumentan en un documento de carácter jurídico denominado «contrato o póliza de seguro», que se define legalmente como un contrato por el que el asegurador se obliga mediante el cobro de una prima, y para el caso de que se produzca el evento cuyo riesgo es objeto de cobertura, a indemnizar, dentro de los límites pactados, el daño producido al asegurado, o a satisfacer un capital, una renta u otras prestaciones convenidas.

En definitiva, el objetivo de los seguros de riesgo es protegernos de los posibles sucesos negativos que nos puedan acaecer a nosotros o a nuestro patrimonio. Por tanto, también podemos entender los seguros de riesgo como una forma de ahorro, ya que si no tuviésemos contratado el seguro deberíamos tener ahorrado el suficiente dinero para hacer frente a las consecuencias de las contingencias que nos fuesen ocurriendo a lo largo de la vida.

¿Es obligatorio contratar un seguro?

En general, la contratación de un seguro no es obligatoria. No obstante, hay casos en los que la contratación viene impuesta por la normativa vigente en cada momento.

Así, cuando el desarrollo de una actividad entraña un riesgo que merece ser cubierto en beneficio de la sociedad, las autoridades suelen regular la obligatoriedad de contratar un seguro de responsabilidad civil. Tal es el caso del seguro obligatorio de circulación de vehículos, que todos conocemos.

Además del seguro obligatorio de automóviles, el desarrollo de algunas profesiones puede exigir la contratación de un seguro. Es el caso del seguro de responsabilidad civil profesional: por ejemplo, un auditor de cuentas deberá contratar un seguro de responsabilidad civil profesional para cubrirse ante ciertos gastos judiciales derivados de posibles demandas en el ejercicio de su profesión. De igual forma, algunas actividades de ocio conllevan la obligatoriedad de contratar un seguro (por ejemplo, la caza).

En otras ocasiones, la contratación de un seguro viene inducida o asociada a la contratación de un producto financiero, como ocurre con las hipotecas. En este caso, la entidad de crédito suele ofrecer, junto a la hipoteca, una serie de productos asociados a la misma, como el seguro de amortización de préstamos, el seguro de hogar o un plan de pensiones. Pero la realidad es que el único seguro obligatorio a la hora de firmar una hipoteca es el seguro de hogar[71] sobre la vivienda hipotecada que cubra los daños de incendio.

¿Qué tipologías de seguros existen?

Existen diferentes tipologías de seguros, pero podemos clasificarlos en dos grandes categorías:

- *Seguros de riesgos personales.* Comprenden todos los riesgos que puedan afectar a la existencia, integridad corporal o salud del asegurado. En concreto, son los seguros de vida, de accidentes, de enfermedad y asistencia sanitaria y de dependencia.
- *Seguros de riesgos patrimoniales.* Cubren todos los riesgos relacionados con la reducción eventual del patrimonio de una persona como consecuencia de un suceso futuro incierto y ajeno a su voluntad. Dentro de los seguros de riesgos patrimoniales podemos diferenciar entre seguros de daños materiales y seguros patrimoniales. En los seguros de daños materiales podemos cuantificar económicamente la indemnización en caso de siniestro al estimar los daños sufridos por el objeto asegurado. Los principales seguros de esta modalidad son los seguros combinados del hogar, los seguros de incendios, los seguros de automóviles, los seguros de obras de arte, joyas, embarcaciones, etc. En cambio, en los seguros patrimoniales el objeto asegurado no es un bien o elemento material concreto, sino el patrimonio global y genérico del asegurado. Los principales tipos de seguros que cubren riesgos patrimoniales son los siguientes: seguros de responsabilidad civil, seguros de crédito y caución, seguros de defensa jurídica, seguros de lucro cesante, etc.

¿Qué elementos intervienen en un contrato de seguro?

Los principales elementos que intervienen en un contrato de seguro son los siguientes:

- *Asegurador.*Es la persona jurídica que asume la cobertura del riesgo, estando obligada a satisfacer al beneficiario una determinada prestación económica o de servicios en caso de acaecimiento del riesgo, a cambio del cobro de una prima a su tomador.
- *Tomador.*Es la persona, física o jurídica, que solicita y contrata el seguro, por cuenta propia o ajena, obligándose al pago de la prima al asegurador.
- *Asegurado.*Es la persona expuesta al riesgo que se desea cubrir, o que tiene un interés económico sobre el bien objeto de seguro. Está facultado para cumplir con las obligaciones del tomador en el caso de que este se inhibiera de hacerlo.
- *Beneficiario.*Es la persona, física o jurídica, que tiene derecho a recibir la prestación convenida en el contrato. Su designación la realiza el tomador del seguro, quien podrá modificarla durante la vigencia del contrato sin requerir el consentimiento del asegurador, a no ser que hubiera renunciado a ello de manera expresa y por escrito. La identidad del beneficiario podrá figurar en la póliza, en una declaración posterior o en un testamento, y es válida su designación en este último caso, aunque no sea conocida ni por el asegurador ni por el beneficiario. El tomador del seguro, el asegurado y el beneficiario pueden ser, dependiendo del seguro de que se trate, personas coincidentes o distintas. Por ejemplo, mientras que en un seguro de vida contratado por una empresa para sus trabajadores, dichas figuras no coinciden, ya que el tomador es la empresa, el asegurado el trabajador y, en caso de fallecimiento, lógicamente el beneficiario será una persona distinta al asegurado, en un seguro de vida contratado individualmente, el tomador y asegurado sí pueden coincidir, siendo el beneficiario una tercera persona, que será quién cobre la prestación en caso de fallecimiento del tomador/asegurado. En el caso de invalidez, pueden coincidir en una misma persona tomador, asegurado y beneficiario. En algunos seguros, como pueden ser los de vida, es muy importante la relación entre las figuras del contrato, ya que puede determinar diferencias en la tributación de los mismos, como veremos más adelante.
- *Contingencias.*Son los riesgos personales y/o patrimoniales objeto de cobertura por el seguro, y que en caso de producirse originan el pago de la prestación por parte del asegurador. Las contingencias típicas de los seguros personales son las de fallecimiento, invalidez, accidentes, etc., mientras que las contingencias típicas de los seguros patrimoniales dependen de los diferentes tipos de seguros.
- *Primas.*Es el precio que tiene que pagar el tomador del seguro al asegurador para que este acepte la cobertura del riesgo. Dependiendo del tipo de seguro la prima puede ser única (se paga una sola vez al inicio de la relación contractual) o periódica.
- *Prestaciones.* Es el importe monetario, o prestación de servicio, que el asegurador debe satisfacer al beneficiario de la póliza de seguros, en caso de

producirse el riesgo asegurado (siniestro), en concepto de indemnización por el perjuicio económico que se le haya podido originar.

¿Quiénes son los mediadores de seguros?
Los mediadores de seguros son los distribuidores de los productos de seguros. Por tanto, son los intermediarios entre asegurados y compañías de seguros, y pueden ser personas físicas o jurídicas.

El mediador es un asesor que aconseja al cliente sobre las modalidades de seguro y coberturas que más le convienen en función de su situación personal y, para ello, analiza los riesgos a los que está expuesto y los perjuicios económicos que pudieran surgir como consecuencia de estos.

En función de su relación con las entidades de seguros, los mediadores tienen denominaciones y características distintas:

- *Agentes de seguros*. Pueden ser personas físicas o jurídicas que, mediante un contrato de agencia con la entidad aseguradora, se comprometen a realizar la actividad de mediación de seguros, a cambio de una comisión variable en función del tipo de seguro. A su vez, pueden ser:
  – Agentes exclusivos: trabajan con una sola entidad aseguradora.
  – Agentes vinculados: trabajan con varias entidades aseguradoras.
- *Operadores de Banca-seguros,* para la comercialización de seguros a través de entidades de crédito. Estas deben disponer de un agente de seguros, conocido como «operador de Banca-seguros», que, como el resto de agentes de seguros, puede ser exclusivo o vinculado en función de su relación contractual con la entidad aseguradora.
- *Corredores de seguros.* A diferencia de los agentes de seguros, estos realizan la mediación de seguros privados sin mantener vínculos contractuales que supongan afección con entidades aseguradoras, y ofrecen asesoramiento independiente, profesional e imparcial a quienes quieran contratar un seguro.

¿Qué son los seguros de vida riesgo?

Los seguros de vida riesgo tienen como principal finalidad la protección de la familia o de las personas dependientes del asegurado, en caso de fallecimiento o invalidez de este por cualquier causa. En caso de fallecimiento, el beneficiario será, lógicamente, una persona distinta al asegurado.

El asegurado, mediante el pago de una prima, se garantiza el cobro de una prestación económica en caso de que se produzca alguna de las contingencias recogidas en la póliza de seguros.

Por tanto, la garantía principal de los seguros de vida riesgo es el fallecimiento del asegurado, pero es habitual que para hacer más atractivo el seguro y lograr una protección personal del asegurado más completa, se incluyan garantías complementarias y opcionales a la cobertura de fallecimiento, por ejemplo las que exponemos a continuación:

- *Invalidez del asegurado.* Es habitual que se configure como una garantía obligatoria para la contratación del seguro de vida. Normalmente, la garantía cubre la invalidez absoluta permanente para todo trabajo, que es aquel grado de invalidez reconocido por el organismo público competente que imposibilita al asegurado trabajar en cualquier profesión u oficio. Lógicamente la cobertura de esta garantía finaliza en la anualidad en la que el asegurado cumple la edad de jubilación correspondiente.
- *Doble capital garantizado en caso de fallecimiento accidental del asegurado.* Si la causa del fallecimiento es un accidente por cualquier causa, el beneficiario percibiría el doble del capital asegurado por la garantía principal.
- *Doble capital garantizado en caso de invalidez accidental del asegurado.* Si la causa de la invalidez es un accidente por cualquier causa, el asegurado percibiría el doble del capital asegurado por la garantía principal.
- *Triple capital garantizado en caso de fallecimiento por accidente de circulación de tráfico del asegurado.* Si la causa del fallecimiento es un accidente de tráfico, el beneficiario percibiría el triple del capital beneficiario por la garantía principal.
- *Triple capital garantizado en caso de invalidez por accidente de circulación de tráfico del asegurado.* Si la causa de la invalidez es un accidente de tráfico, el beneficiario percibiría el triple del capital asegurado por la garantía principal.

Dentro de los seguros de vida riesgo encontramos dos modalidades principales:

- *Seguros de vida entera.* Cubren el riesgo de fallecimiento durante toda la vida del asegurado, por lo que el asegurador sabe que, en todo caso, tendrá que pagar la prestación, aunque se ignora la fecha en la que esto se producirá. En este caso, las primas pueden ser constantes o variables, y su cuantía dependerá de que sean:
  - Temporales: durante un número determinado de años.
  - Vitalicias: hasta el fallecimiento del asegurado.
  - Única: una sola vez.

La prestación puede realizarse como capital o como renta, y esta, a su

vez, puede ser temporal o vitalicia.

• *Seguros temporales*. Cubren el riesgo de fallecimiento del asegurado durante un cierto período de tiempo, o hasta que cumpla una determinada edad. A partir de este momento, si no se ha producido el riesgo cubierto, el asegurador no estará obligado a pagar ninguna indemnización al beneficiario, ni será posible el ejercicio del derecho de rescate por parte del tomador.

La prima puede ser constante (nivelada), o creciente (variable) a medida que vaya aumentando la edad del asegurado. E incluso pueden ser a prima única. Un ejemplo de esta modalidad son algunos seguros de amortización de préstamos a prima única.

Los capitales garantizados se pueden ir modificando al alza o a la baja, dependiendo de las mayores o menores necesidades que tenga el beneficiario en función de su ciclo vital (pago de vivienda, educación de los hijos, próxima jubilación, etc.).

¿Qué son los seguros de amortización de préstamos?

Los seguros de amortización de préstamos son una modalidad de seguro de vida riesgo mediante el cual el asegurador garantiza al asegurado el pago al beneficiario (la entidad de crédito) del capital pendiente de amortización de un préstamo hipotecario en caso de fallecimiento o invalidez del asegurado (titular de la hipoteca).

Por tanto, el capital asegurado es el saldo pendiente de amortizar del préstamo al que va ligado. Inicialmente este tipo de seguros iba vinculado solamente a préstamos hipotecarios, pero en la actualidad muchas entidades financieras comercializan estos seguros ligados a préstamos personales o sin garantía hipotecaria.

Estos seguros suelen ser temporales, anuales y renovables, por lo que las primas suelen ser anuales y varían en función de la edad y sexo del asegurado y del importe del préstamo. Cada vez son más las entidades financieras que comercializan este seguro a prima única.

¿Cómo puedo saber si tengo contratado un seguro de vida?

En muchas ocasiones se desconoce la existencia de los seguros de vida contratados (por ejemplo, es habitual que las tarjetas de crédito lleven asociado un seguro de vida) o que en caso de fallecimiento de un familiar o amigo se quiera conocer si se figura como beneficiario del seguro de vida de esa persona. Para solucionar estas dudas se puede consultar el Registro de Contratos de Seguros de cobertura de fallecimiento. Se puede solicitar un certificado por dos vías:

1. De forma telemática: https://sede.mjusticia.gob.es/cs/Satellite/Sede/es/1215197884559/SDTramite/1:
2. Mediante la forma tradicional: obtener y cumplimentar el Modelo 790 en el Ministerio de Justicia.

– Personarse (o hacer la petición por correo) en el Registro General de Actos de Última voluntad (Plaza Jacinto Benavente número 3, 28012 Madrid) o en alguna gerencia territorial del Ministerio de Justicia, conjuntamente con el certificado literal de defunción de la persona de la cual quiere obtenerse el certificado (sólo podrá presentarse transcurridos 15 días hábiles desde la fecha de defunción). En el plazo de 7 días máximo, el Registro expedirá un certificado con los contratos vigentes y con qué entidades están suscritos. Estos certificados se recogerán de la misma forma en la que se solicitaron (en persona o por correo).

– Personarse en la entidad aseguradora correspondiente, para conocer si eres beneficiario de ese seguro y, en ese caso, recibir la indemnización.

¿Qué son los seguros de accidentes?

El seguro de accidentes cubre las lesiones corporales producidas al asegurado por una causa violenta, súbita, externa y ajena a su voluntad que le produzca invalidez temporal o permanente, o muerte, o bien le origine gastos de asistencia sanitaria u otros relacionados con el accidente.

En consecuencia, el seguro de accidentes es un contrato por el cual la entidad aseguradora garantiza una contraprestación económica en caso de sobrevenir un accidente que cause el fallecimiento o la incapacidad del asegurado.

Además, algunas pólizas incluyen prestaciones y servicios complementarios, como por ejemplo:

- Indemnización diaria por hospitalización.
- Reembolso de gastos de asistencia sanitaria.
- En caso de invalidez permanente, exención del pago de las primas de la siguiente anualidad de los seguros ya contratados con la entidad aseguradora en el momento del accidente.
- Segunda opinión médica internacional en caso de enfermedad grave o trauma derivado de un accidente cubierto por la póliza.

La duración de la póliza suele tener carácter anual renovable hasta una edad determinada del asegurado (habitualmente la edad de jubilación ordinaria). Por tanto, las primas son temporales y su cuantía dependerá tanto del capital que se desee asegurar como de la edad y de la actividad profesional del asegurado.

¿Qué son los seguros de salud?

Los seguros de salud o enfermedad cubren la asistencia sanitaria y la pérdida de ingresos del asegurado en caso de enfermedad. Dentro de los seguros de salud podemos distinguir varias modalidades, que se diferencian entre sí por la forma en las que se lleva a cabo la prestación del seguro:

- Asistencia sanitaria: prestación de servicios sanitarios.
- Reembolso de gastos: reintegro del coste de los servicios sanitarios recibidos.
- Subsidios e indemnizaciones: importe diario, indemnización por los gastos médicos y farmacéuticos, etc.

La mayoría de los seguros de salud que conocemos en España son de la modalidad de asistencia sanitaria, en los que, a cambio del pago de la prima, se tiene derecho a percibir un determinado servicio sanitario. Aunque podemos encontrar seguros mixtos que combinen una prestación económica o el reembolso de los gastos médicos con la prestación sanitaria por parte de la lista de facultativos del cuadro médico del asegurador.

La prima suele tener carácter anual renovable, y su cuantía anual depende de la aseguradora, del tipo de póliza (individual o colectiva) y del número de miembros de la unidad familiar incluidos en la cobertura. Algunos seguros incluyen, además de la prima, una modalidad de pago que se conoce como copago, que consiste en el pago «simbólico» de un pequeño importe económico por la utilización de cada uno de los servicios médicos que se recogen en la póliza.

Al igual que en los seguros de vida, es habitual que las entidades aseguradoras requieran de un reconocimiento médico previo a la contratación del seguro.

¿Qué son los seguros de decesos?

Los seguros de decesos o de enterramiento sirven para cubrir los gastos funerarios, de tal manera que, en caso de fallecimiento del asegurado, la aseguradora entrega a los familiares la indemnización prevista en el contrato y/o se prestan los servicios necesarios para el sepelio.

La prima suele tener carácter anual renovable y su cuantía depende de la edad del asegurado y del coste de los servicios cubiertos por el seguro en el lugar de residencia del asegurado. En definitiva, el seguro de decesos funciona de una forma muy similar a un seguro de vida riesgo, pero en este caso, el capital asegurado es el valor de los servicios funerarios.

Para hacer más atractivo el seguro, las entidades aseguradoras han incorporado garantías complementarias, como los gastos de repatriación en caso de fallecimiento en el extranjero, servicios de asistencia legal telefónica o de asistencia psicológica para los familiares del fallecido, etc.

¿Son líquidos los seguros?

En los seguros de riesgos personales y patrimoniales no suele existir la posibilidad de rescate y, por tanto, de liquidez, al no existir un componente de ahorro, como ocurre en los seguros de vida ahorro (previsión). Esto es así porque el total de la prima pagada se destina a cubrir el riesgo susceptible de acaecimiento.

¿Qué costes asumo al contratar un seguro?

El coste de los seguros de riesgo viene determinado por los diferentes factores y variables que se utilizan para calcular la prima. Esta es, por tanto, el precio o contraprestación económica que debe satisfacer el tomador al asegurador para que este acepte la cobertura de riesgo solicitada

El coste del seguro —lo que técnicamente se conoce como prima pura— se calcula a partir de diferentes factores técnicos que a su vez dependerán del tipo de seguro que se trate. Estos factores son:

- Probabilidad de ocurrencia del suceso.
- Tipo de interés.
- Suma o valor asegurado.
- Intensidad del riesgo.
- Duración del seguro.

La prima pura se verá incrementada por los gastos de gestión que la entidad aseguradora impute a sus asegurados, ya sean gastos de administración o de comercialización, y adicionalmente pueden incorporarse recargos técnicos complementarios.

Dentro de los gastos de comercialización y distribución del asegurador se encuentran las comisiones que las entidades aseguradoras pagan a sus agentes de seguros o distribuidores por su labor comercial. En la práctica es habitual que las comisiones se fijen como un porcentaje determinado sobre el importe de la prima del seguro.

¿Cuál es la fiscalidad de los seguros de riesgo?
La fiscalidad de las prestaciones de los seguros de riesgo depende de que coincidan o no en la misma persona las figuras de asegurado y beneficiario. Podemos distinguir dos situaciones:

- *Prestaciones cobradas por el asegurado.* El tratamiento fiscal de las prestaciones de seguros de riesgo cuando las figuras de tomador, asegurado y beneficiario coinciden, a efectos de su integración en la base imponible del ahorro del IRPF, es la de rendimientos del capital mobiliario. Este es el caso de los seguros de vida cuando la prestación es consecuencia de la invalidez del asegurado, y por tanto, el beneficiario es el propio asegurado.

  Como regla general, el rendimiento del capital mobiliario se calcula por diferencia entre el capital percibido y las primas satisfechas, y está sometido a un tipo de gravamen del 21% hasta los primeros 6.000 euros, entre 6.000 y 24.000 euros el 25%, y el 27% a partir de 24.000 euros.
- *Prestaciones cobradas por el beneficiario en caso de fallecimiento del asegurado.* Cuando el tomador del seguro sea una persona distinta del beneficiario, con carácter general, el cobro de la prestación generará una ganancia patrimonial que tributará por el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones (ISD). En este caso está obligado a pagar el ISD el beneficiario del seguro, es decir, quién cobra la prestación.

  La base imponible, o cantidad sobre la que ha de pagarse el ISD, la constituye el importe percibido por el beneficiario, pudiendo aplicar una reducción del 100% con un límite de 9.195,49 euros, siempre que el parentesco con el fallecido sea el de cónyuge, ascendiente, descendiente o adoptado.

  Adicionalmente a esta reducción estatal, determinadas comunidades autónomas (por ejemplo Baleares, Canarias, Cantabria...) han regulado reducciones específicas aplicables a los contribuyentes residentes en su territorio, con lo que en cada caso concreto habrá que remitirse a la normativa correspondiente.

  En el supuesto de que el beneficiario del seguro sea el cónyuge del asegurado y el matrimonio esté constituido en régimen de bienes gananciales, el 50% de la cuantía percibida por el cónyuge tributará como rendimientos del capital mobiliario en el IRPF por el 50% de la prima pagada correspondiente al cónyuge que enviuda, y el otro 50% tributará por ISD por el 50% de la prima correspondiente al cónyuge fallecido.

Los seguros de salud colectivos disfrutan de una fiscalidad particular, pues empresas y empleados pueden beneficiarse de mayores ventajas fiscales cuando la empresa contrata un seguro de salud para sus empleados. Así, la cuota pagada por la empresa por persona (empleado, cónyuge y descendientes) es deducible como otros gastos sociales. Mientras que para los empleados el pago del seguro a través de la empresa no se considera retribución en especie y, por tanto, no tributa en IRPF hasta un importe máximo de 500 euros anuales por cada miembro de la unidad familiar (empleado, cónyuge y descendientes).

De igual forma, para los trabajadores autónomos que tributan en régimen de

estimación directa, las primas de seguro de enfermedad satisfechas por este en la parte correspondiente a su propia cobertura y a la de su cónyuge e hijos menores de 25 años que convivan con él, tienen la consideración de gasto deducible para la determinación del rendimiento neto en estimación directa. El límite máximo de deducción será de 500 euros por cada una de las personas señaladas anteriormente.

17
PLANES DE PENSIONES Y OTROS PRODUCTOS DE PREVISIÓN SOCIAL

Actualmente se entiende que la previsión social engloba todas aquellas prestaciones orientadas hacia el mantenimiento de la renta o de los ingresos del trabajo ante diferentes riesgos y acontecimientos imprevistos asociados al trabajo: fallecimiento, incapacidades, enfermedades, jubilación, dependencia y desempleo. Dentro del modelo de previsión social español se puede distinguir entre el sistema de previsión social pública, que comprende todas aquellas prestaciones derivadas del sistema de Seguridad Social público, y el sistema de previsión social complementario de carácter privado y voluntario. Este ahorro puede canalizarse a través de los instrumentos de previsión social, destinados específicamente a la protección de esas coberturas, como son los planes de pensiones o los seguros de vida ahorro, que desarrollaremos a lo largo de este capítulo (ver tabla 1).

En el contexto actual y con las reformas planteadas en nuestro sistema público de pensiones, la previsión social privada adquiere una mayor relevancia si cabe, ya que es previsible que los trabajadores que se jubilen en los próximos años reciban pensiones públicas de jubilación más reducidas que las actuales. Por tanto, disponer de un ahorro privado suficiente en el momento de la jubilación para complementar la pensión pública y mantener un nivel de vida digno no solamente será recomendable, sino que será cada vez más necesario.

Tabla 1. Sistema español de previsión social

Sistema español de previsión social		
Protección social pública	**Protección social complementaria y privada**	
Pimer pilar	*Segundo pilar*	*Tercer pilar*
Nivel de carácter básico Prestaciones no contributivas. De carácter universal. Se financia mediante impuestos y comprende las prestaciones no contributivas, la asistencia sanitaria, las prestaciones familiares y los servicios sociales.	Planes de pensiones de empleo y seguros de vida colectivos	Planes de pensiones individuales y asociados
Nivel de carácter contributivo y profesional Obligatorio para trabajadores por cuenta ajena y propia. Se financia a través de cotizaciones sociales a cargo de la empresa y del trabajador, y comprende		Seguro de vida individuales

la percepción de rentas de jubilación, incapacidad
permanente o temporal, maternidad,
muerte y superviviencia.

Fuente: elaboración propia.

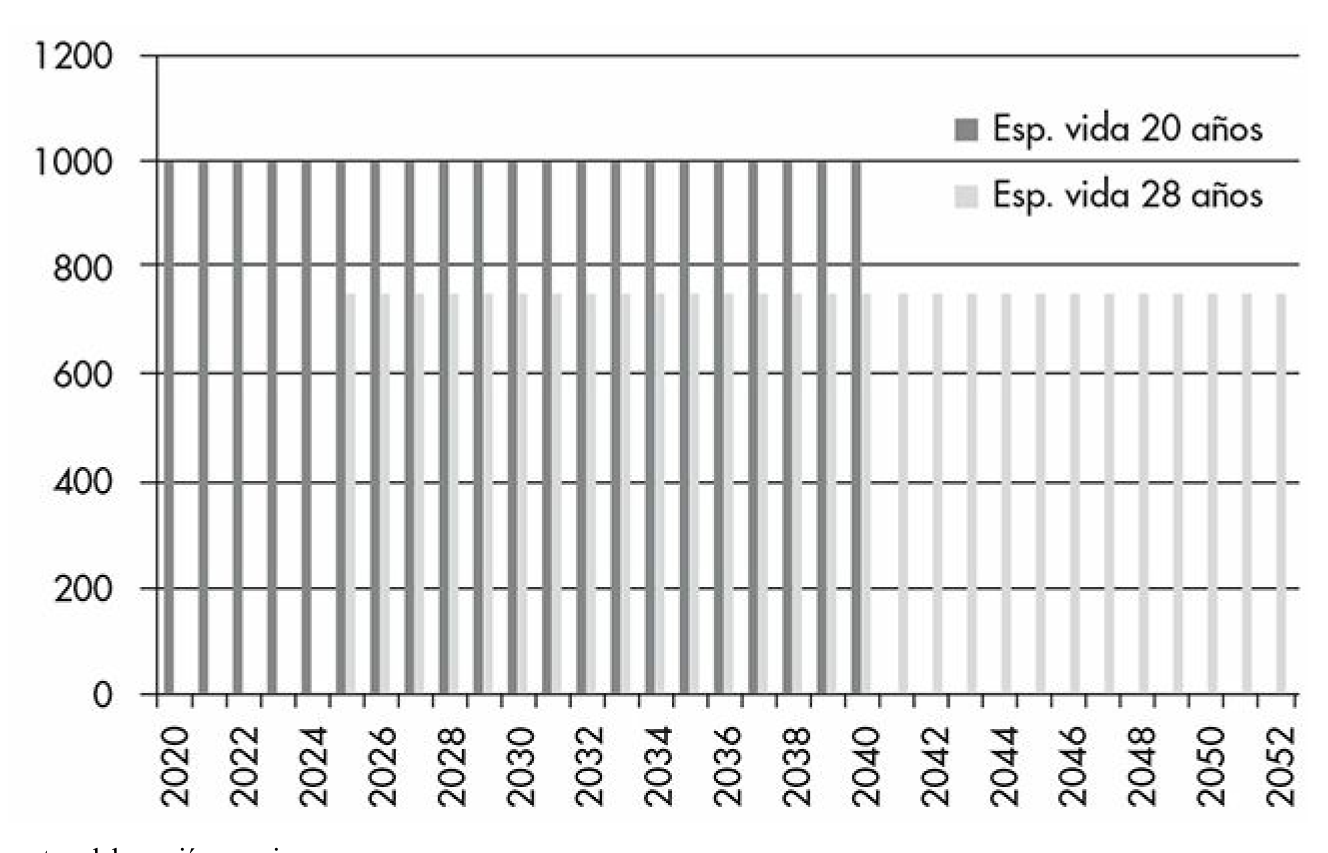
¿Qué reformas sufre el sistema público de pensiones?

El aumento de la esperanza de vida en el momento de la jubilación, así como la cada vez mayor desproporción entre los ingresos (cotizaciones) y los gastos (pensiones) provocan que, para conseguir la sostenibilidad de las pensiones a largo plazo, sean necesarias reformas vinculadas a estos dos ámbitos. Esto es especialmente así en los países en los que existe un sistema público de pensiones que ofrece una mayor tasa de sustitución, es decir, una pensión más parecida al salario que se cobra antes de la jubilación. Es el caso de Europa en general y de España en particular. Ante el riesgo de su no sostenibilidad, se están aplicando dos reformas: el factor de sostenibilidad y un cambio en el índice de revalorización de las pensiones.

¿En qué consiste el factor de sostenibilidad?

El factor de sostenibilidad pretende corregir el aumento de la esperanza de vida en el momento de la jubilación. Así, en el caso de España, quienes se jubilen a partir de 2019 es previsible que cobren un pensión inferior a la de quienes lo hayan hecho antes, en una rebaja equivalente a su mayor esperanza de vida. Para que las pensiones sean sostenibles a largo plazo se pretende que el importe de la pensión cobrada por cualquier jubilado (obviamente, en iguales condiciones de cotización) sea equivalente. Así, a mayor esperanza de vida, menor pensión inicial. Con un ejemplo se podrá entender mejor. Supongamos dos personas que se jubilan en distinto momento del tiempo: en 2020 y en 2025. El primero, en el momento en el que va a cobrar la pensión tiene una esperanza de vida de 20 años. El segundo, de 28 años y, por lo tanto, estará más tiempo cobrando la pensión. Como la base de su rectángulo es mayor, su altura del mismo (la pensión a cobrar) debe ser menos para que el área (es decir, el total de lo que va a cobrar) sea igual que la de quien se jubile en 2020 (ver esquema 1).

Esquema 1. El factor de sostenibilidad



Fuente: elaboración propia.

¿En qué consiste el índice de revalorización de las pensiones?

Esta segunda reforma se puede resumir en que se elimina la vinculación entre revalorización de las pensiones y el aumento del «coste de la vida», medido a través del IPC. De esta forma, a partir de 2014 se vinculan los ingresos y gastos del sistema. Así, si los primeros caen o crecen menos que los segundos, las pensiones solo se revalorizan un 0,25% anual, y la revalorización está limitada, en cualquier caso (por mucho que se incrementen los ingresos) a la variación del IPC más un 0,25%[72].

¿Qué son los planes de pensiones?
Los planes de pensiones son productos de ahorro-previsión a largo plazo, cuyo objetivo es acumular un capital determinado a la fecha de jubilación que permita complementar la pensión pública de jubilación, y que disfrutan de ventajas fiscales durante el periodo de aportaciones.

El principio rector de los planes de pensiones privados es el de capitalización, de forma que el propio individuo, mediante aportaciones periódicas realizadas durante su época de vida laboral activa, va generando un fondo o capital financiero que tendrá a su disposición en el momento de la jubilación o cuando se produzca alguna de las contingencias establecidas.

¿Qué sujetos participan en un plan de pensiones?

Las figuras que participan en la contratación y gestión de un plan de pensiones son las siguientes:

- *Partícipe.* Es el equivalente a cualquier inversor en otro activo financiero. En concreto, los partícipes son las personas físicas en cuyo interés se crea el plan de pensiones, con independencia de que realicen o no aportaciones.
- *Beneficiarios.* En caso de jubilación, invalidez o dependencia del partícipe, el beneficiario de un plan de pensiones es el propio partícipe. En el resto de casos, son los beneficiarios designados por él o, en su defecto, los herederos legales del mismo.
- *Promotor.* Es la entidad que promueve la creación del plan de pensiones. En los planes de pensiones individuales son las entidades financieras, mientras que en los planes de empleo, es la empresa.
- *Sociedad gestora.* Es la entidad mercantil encargada de la administración y gestión de fondos de pensiones.
- *Entidad depositaria.* La entidad depositaria es una entidad financiera cuya misión es la custodia y el depósito de los valores mobiliarios y demás activos financieros integrados en los fondos de pensiones.

¿Qué tipologías de planes de pensiones existen?

Según el criterio que se utilice, existen diferentes tipologías o clasificaciones de planes de pensiones:

1. En función de los sujetos que constituyen el plan:

a. Planes de pensiones de empleo: planes cuyo promotor es cualquier entidad, corporación, sociedad o empresa y cuyos partícipes son los empleados.

b. Planes de pensiones asociados: planes cuyo promotor o promotores son asociaciones o sindicatos, siendo los partícipes sus asociados, miembros o afiliados.

c. Planes de pensiones individuales: planes cuyo promotor son una o varias entidades de carácter financiero y cuyos partícipes son personas físicas.

Tabla 2. Modalidades de planes de pensiones

Modalidad	**Promotor**	**Partícipes**	**Régimen financiero**
Sistema de empleo	Cualquier entidad, corporación, sociedad o empresa	Empleados del promotor	Prestación definida (se conoce la cuantía de la prestación). Aportación definida (se conoce la cuantía de la aportación). Mixto (para unas contingencias es aportación definida y para otras prestación definida).
Sistema asociado	Asociación, sindicato o colectivo	Asociados, miembros o afiliados	Prestación definida (se conoce la cuantía de la prestación). Aportación definida (se conoce la cuantía de la aportación). Mixto (para unas contingencias es aportación definida y para otras prestación definida).
Sistema individual	Una o varias entidades financieras	Cualquier persona física	Aportación definida (se conoce la cuantía de la aportación).

Fuente: elaboración propia.

2. En función de las obligaciones fijadas en el plan de pensiones:

a. Planes de prestación definida: planes cuyo objeto se define como la cuantía de las prestaciones a percibir por los beneficiarios (se conoce la cuantía de la prestación).

b. Planes de aportación definida: planes cuyo objeto definido es la cuantía de las contribuciones de los promotores y, en su caso, de los partícipes al plan (se conoce la cuantía de la aportación).

c. Planes mixtos: planes cuyo objeto es, simultáneamente, la cuantía de la prestación y la cuantía de la contribución (se conocen ambas, o bien para unas contingencias es de aportación definida y para otras es de prestación definida).

¿Qué planes de pensiones individuales existen en función del perfil de inversión?

Los planes de pensiones individuales se pueden clasificar en función de su perfil de inversión, o dicho de otra forma, por la tipología de los activos financieros que componen la cartera de inversión del fondo de pensiones:

- *Renta fija a corto plazo (RFCP):* no incluye activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo activo subyacente no sea de renta fija. La duración media de la cartera debe ser inferior o igual a 2 años.
- *Renta fija a largo plazo (RFLP):* no incluye activos de renta variable en su cartera de contado, ni derivados cuyo activo subyacente no sea de renta fija. La duración media de la cartera es superior a 2 años.
- *Renta fija mixta (RFM):* menos del 30% de la cartera son activos de renta variable.
- *Renta variable mixta (RVM):* entre el 30% y el 75% de la cartera son activos de renta variable.
- *Renta variable (RV):* más del 75% de la cartera son activos de renta variable.
- *Garantizados:* planes para los que existe garantía externa de un determinado rendimiento, otorgada por un tercero.

La categoría más común de planes de pensiones individuales en España es la de garantizados, si bien el grado de concentración no es excesivo. Así, una categoría con algo de riesgo, como la renta fija mixta, supone más de un 20%. Incluso es destacable que las que comportan un mayor riesgo, como es la renta variable y la renta variable mixta, representen juntas más de un 15% del total del patrimonio invertido en planes.

¿Qué contingencias cubren los planes de pensiones?

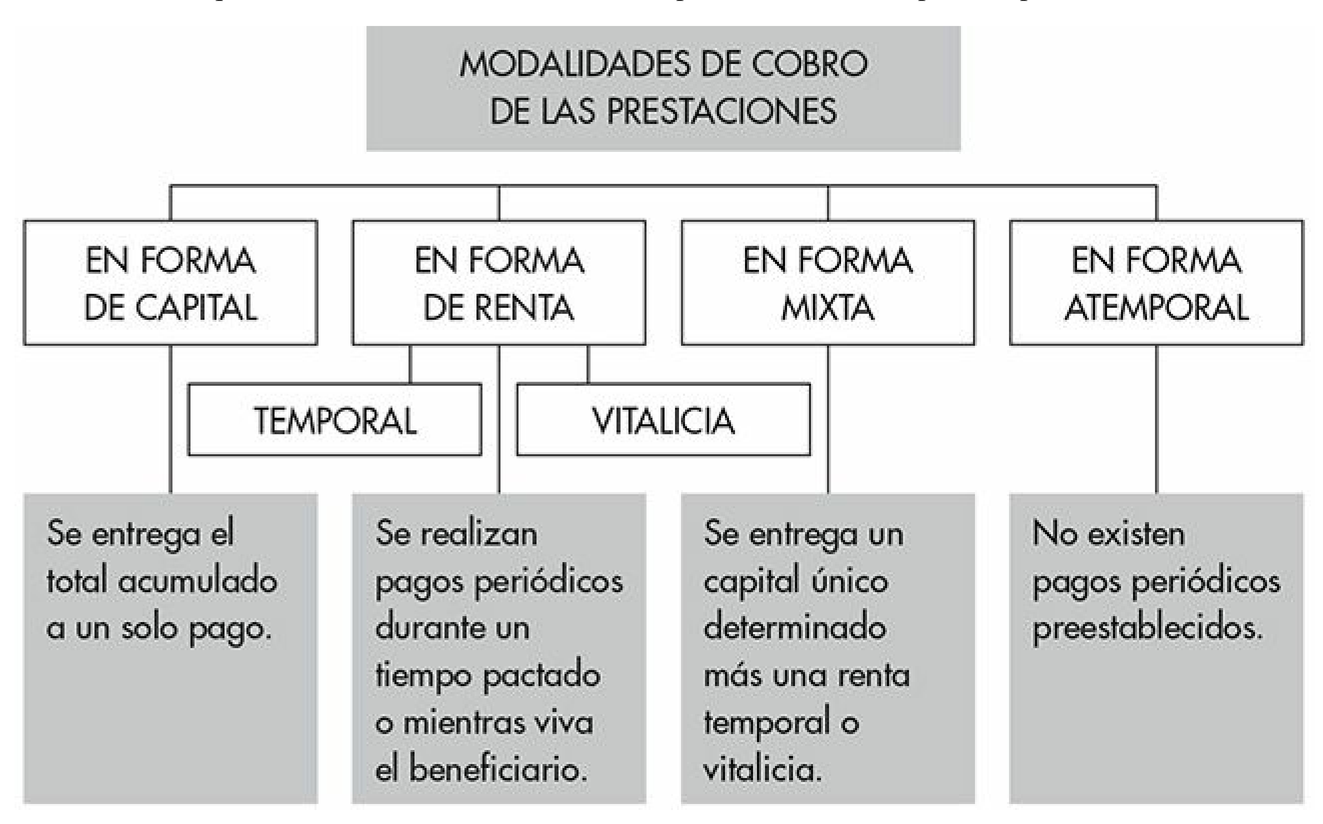
Los partícipes de planes de pensiones pueden disponer de su ahorro acumulado (derechos consolidados) en caso de que se produzca alguna de las situaciones siguientes:

- Jubilación del partícipe.
- Invalidez permanente total para la profesión habitual, absoluta para cualquier trabajo, y gran invalidez del partícipe.
- Dependencia severa o gran dependencia del partícipe.
- Fallecimiento del partícipe. En este caso, el cónyuge superviviente, los huérfanos u otros herederos previamente designados podrán recibir la prestación.
- Fallecimiento del beneficiario (cuando este no es la misma persona que el partícipe), que podrá dar lugar a una prestación a percibir por sus herederos.

¿Cuáles son las modalidades de cobro de las prestaciones de planes de pensiones?

- *En forma de capital.* Consiste en un pago único inmediato (al producirse la contingencia), o diferido a una fecha posterior señalada por el beneficiario.
- *En forma de renta.* Puede ser vitalicia o temporal.

Esquema 1. Modalidad de cobro de las prestaciones de un plan de pensiones



Fuente: elaboración propia.

- *En forma mixta.* Consiste en la percepción de un capital único y, a partir de ahí, de una renta en cualquiera de las modalidades descritas.
- Distinta de las anteriores y sin periodicidad regular.

¿Qué costes soportan los planes de pensiones?

Los costes que soporta un plan de pensiones son de dos clases: comisiones (de gestión y depositaría) y otros gastos.

La comisión máxima que puede establecer un plan de pensiones es de un 2,5%[73] del valor de los derechos consolidados (patrimonio) acumulados en dicho plan. Dicha comisión se desglosa en:

- *Comisión de gestión:* la comisión máxima que puede percibir la entidad gestora del plan de pensiones es un 2% anual sobre los derechos consolidados acumulados en el plan.
- *Comisión de depositaria:* la comisión máxima que puede percibir la entidad depositaria del plan de pensiones es un 0,5% del valor de las cuentas de posición a las que deberán imputarse.

En ningún caso los planes de pensiones pueden cobrar comisiones por traspaso o movilización del plan de pensiones o por pago de las prestaciones establecidas.

Además de las comisiones, los planes de pensiones pueden incurrir en otros gastos, entre los que se incluyen los gastos de auditoría o el de los informes de expertos independientes.

¿Qué son los Planes de Previsión Asegurada (PPA)?
Son seguros de ahorro-previsión a largo plazo con las mismas características, coberturas, liquidez y fiscalidad que los planes de pensiones. Pero, a diferencia de estos, al tratarse de contratos de seguros, los PPA sí que garantizan al inversor una rentabilidad mínima hasta su vencimiento.

Otra diferencia de los PPA respecto de los planes de pensiones es que los primeros, al tratarse de seguros de vida-ahorro, no tienen unas comisiones máximas establecidas por ley, sino que las entidades aseguradoras aplican comisiones y gastos en base a sus propios criterios de comercialización.

¿Son líquidos los planes de pensiones y los PPA?

No. Ni los planes de pensiones ni los PPA son líquidos. Solo se puede recuperar el dinero acumulado en caso de que se produzca alguna de las contingencias previstas: jubilación, invalidez, dependencia o fallecimiento. Ahora bien, existen dos supuestos adicionales:

1. *Enfermedad grave.* Se produce cuando se da alguno de los supuestos siguientes:

• Cualquier dolencia o lesión física o psíquica que incapacite temporalmente para la ocupación habitual de la persona durante un período continuado mínimo de tres meses y que requiera intervención clínica de cirugía mayor en un centro hospitalario o tratamiento en el mismo.

• Cualquier dolencia o lesión física o psíquica con secuelas permanentes que limiten parcialmente o impidan totalmente la ocupación habitual de la persona afectada o la incapaciten para la realización de cualquier ocupación o actividad, requiera o no, asistencia de otras personas para las actividades más esenciales de la vida. Ambos supuestos siempre deben acreditarse mediante certificado médico del correspondiente organismo oficial.

Los supuestos anteriores se considerarán enfermedad grave en tanto no den lugar a la percepción por el partícipe de una prestación por incapacidad permanente en cualquiera de sus grados, conforme al régimen de la Seguridad Social, y siempre que supongan para el partícipe una disminución de su renta disponible por aumento de gastos o reducción de sus ingresos.

En este caso, no es necesario que sea el propio partícipe quien sufra la enfermedad grave; también puede hacer líquidos sus derechos consolidados cuando la enfermedad grave afecte a un familiar de primer grado y suponga una disminución de la renta disponible.

2. *Desempleo de larga duración.* Para hacer líquidos los derechos consolidados del plan de pensiones el partícipe debe hallarse en situación legal de desempleo, no tener derecho a la prestación pública de desempleo en su nivel contributivo o haber agotado dichas prestaciones y estar inscrito como demandante de desempleo en el INEM. En el caso de trabajadores por cuenta propia que hubieran estado previamente integrados en un régimen de la Seguridad Social como tales y hayan cesado en su actividad, también podrá cobrarse anticipadamente si cumplen los requisitos anteriores.

Por último, conviene señalar que el hecho de que los planes de pensiones no sean líquidos no impide que exista la posibilidad de movilizar el ahorro acumulado a otro plan de pensiones o a un PPA.

¿Qué son los seguros de vida-ahorro?

Los seguros de vida-ahorro no solo se caracterizan por cubrir las típicas contingencias de los seguros de vida —fallecimiento e invalidez—, sino que además buscan el objetivo de constituir un capital garantizado al vencimiento del seguro en caso de supervivencia del asegurado, generando, por tanto, una rentabilidad determinada a sus ahorros.

Los seguros de vida-ahorro, en la mayoría de los casos[74], tienen una rentabilidad garantizada por la compañía aseguradora, independientemente de la evolución de los mercados financieros.

La rentabilidad de los seguros de vida-ahorro depende de varios factores: de la rentabilidad de las inversiones realizadas por la entidad, de los gastos imputados y del margen de la entidad aseguradora, del tipo de interés garantizado, de la participación en beneficios, de la probabilidad de fallecimiento o supervivencia (dependerá de la edad del asegurado en el momento de contratación), del importe de las garantías en caso de fallecimiento o invalidez, etc. En este sentido, es relevante conocer qué son algunos de estos conceptos:

- *Tipo de interés técnico*. Es el tipo de interés garantizado al cliente y que se utiliza para el cálculo de las provisiones técnicas. No tiene por qué coincidir con el tipo de interés neto para el cliente.
- *Participación en beneficios*. En algunos seguros de ahorro está incorporado el concepto de participación en beneficios, que es un porcentaje de la rentabilidad obtenida por la compañía aseguradora en sus inversiones que cada año revierte a los inversores.
- *Rentabilidad financiero-fiscal*. Es la rentabilidad obtenida por el cliente una vez pagados los impuestos correspondientes.

¿Qué figuras participan en un seguro de vida-ahorro?

Las figuras que participan en la contratación de un seguro de vida-ahorro son las siguientes:

- *Entidad aseguradora.* Es la compañía que, a cambio del cobro de las primas, asume el riesgo cedido por el asegurado, por lo que si se produce un siniestro, está obligada a pagar al beneficiario una determinada indemnización o a prestar unos servicios.
- *Tomador.* Es la persona, física o jurídica, que solicita y contrata el seguro, por cuenta propia o ajena, obligándose al pago de la prima al asegurador.
- *Asegurado.* Es la persona expuesta al riesgo que se desea cubrir, o que tiene un interés económico sobre el bien objeto de seguro.
- *Beneficiario.* Es la persona, física o jurídica, designada por el tomador del seguro para recibir la prestación convenida en el contrato. El tomador del seguro, el asegurado y el beneficiario pueden ser, dependiendo del seguro de que se trate, personas coincidentes o distintas.

  Por ejemplo, son distintas en un seguro de vida contratado por una empresa para sus trabajadores: el tomador del seguro es la empresa, y el asegurado el trabajador; si fallece el asegurado el beneficiario será una persona distinta al asegurado, y al tomador. En cambio, en un plan de jubilación si se llega vivo a la fecha de jubilación el tomador, asegurado y beneficiario sí que pueden coincidir.

La relación entre las figuras del contrato en algunos seguros, como los seguros de vida, es muy importante porque puede determinar diferencias en la tributación de los mismos.

¿Qué tipologías de seguros de vida-ahorro existen?

Los seguros de vida-ahorro se pueden clasificar de diferentes formas según el criterio que se utilice en cada caso.

Así, en función de la forma de cobro de la prestación, se puede distinguir entre:

- *Seguros de capital:* la prestación asegurada en caso de producirse la contingencia objeto de cobertura por la póliza consiste en el pago de un capital diferido (pago único).
- *Seguros de rentas:* la prestación asegurada en caso de producirse la contingencia cubierta en la póliza consiste en una sucesión de pagos periódicos durante un plazo determinado o mientras viva el beneficiario de la prestación.

En función del número de asegurados:

- *Seguros individuales:* el asegurado es una sola persona física, sobre cuya vida se contrata el seguro.
- *Seguros sobre dos o más asegurados:* el riesgo asegurado se condiciona a la supervivencia/fallecimiento de más de una persona. Un ejemplo de este seguro es cuando se contrata una renta vitalicia con dos asegurados que se paga hasta el fallecimiento de ambos.
- *Seguros colectivos:* se incluyen en un solo contrato los seguros de vida de varios asegurados, siendo las prestaciones, en caso de producirse las contingencias cubiertas, independientes entre sí. El caso más habitual son los seguros de vida-ahorro colectivos para la jubilación de los trabajadores de una empresa.

En función de la duración del seguro:

- *Seguros temporales:* el seguro tiene una duración y una fecha de vencimiento determinadas.
- *Seguros vitalicios:* el seguro finaliza en el momento del fallecimiento del asegurado.

En función de la forma de pago de la prima:

- *Seguros a prima única:* al inicio del periodo de cobertura del seguro o en el momento de la contratación, el tomador del seguro hace un único pago (prima única).
- *Seguros a primas periódicas:* aquellos seguros en los que mediante el pago de aportaciones (primas) periódicas sucesivas se constituye el capital o la renta garantizada al vencimiento del contrato o en caso de producirse las garantías cubiertas por él mismo.

Además, en la normativa aseguradora española existen diferentes figuras de seguros de vida-ahorro, definidas en función de las garantías que incluyen y del tratamiento fiscal que reciben.

¿Qué son los planes de jubilación?

Los planes de jubilación son seguros de vida-ahorro, cuyo objetivo principal es acumular un capital garantizado al vencimiento del mismo o al momento de la jubilación del asegurado a través del pago de primas periódicas.

Es habitual que, además del capital garantizado a la fecha de jubilación, estos seguros de vida-ahorro incorporen otras coberturas, como pueden ser el fallecimiento y/o la invalidez del asegurado. En este caso el asegurado o sus beneficiarios suelen percibir el ahorro acumulado a la fecha del siniestro más un pequeño capital adicional.

¿Qué son los Planes Individuales de Ahorro Sistemático (PIAS)?

Son seguros de vida-ahorro a muy largo plazo cuya finalidad principal es constituir una renta vitalicia a través de primas periódicas, de tal forma que el beneficiario del seguro, en caso de supervivencia, percibirá la prestación en forma de renta vitalicia.

Además, el inversor en un PIAS disfruta de la exención de los rendimientos generados durante el periodo de aportaciones o pago de primas, siempre y cuando se cumplan una serie de requisitos:

- La figura del tomador del seguro, del asegurado y del beneficiario de la cobertura de supervivencia deben coincidir en la misma persona.
- No superar el límite de primas anual, 8.000 euros, ni el importe total acumulado por las primas del asegurado de 240.000 euros (límite independiente de otros productos de previsión social).
- El periodo mínimo entre la primera prima aportada y la percepción de la prestación (en forma de renta vitalicia) debe ser al menos de 10 años. No hay límite máximo de duración del periodo de aportaciones.
- La percepción de la prestación de supervivencia debe realizarse en forma de renta vitalicia.

Son productos líquidos, pero si se rescata el ahorro acumulado, se pierden las ventajas fiscales mencionadas, y los rendimientos generados durante todo el periodo de aportaciones tributarán en el IRPF del ejercicio en el que se realiza el rescate como Rendimientos del Capital Mobiliario al 21%[75].

¿Qué son los seguros de rentas vitalicias y temporales?

Son seguros de vida-ahorro mediante los cuales los inversores tratan de garantizarse unos ingresos periódicos; en el caso de las rentas vitalicias, hasta su fallecimiento, y en el caso de las rentas temporales, durante una serie de años o durante un periodo de tiempo determinado.

Los seguros de rentas pueden tener carácter inmediato, es decir, la renta se comienza a percibir inmediatamente (al mes siguiente) de contratar el producto, o de carácter diferido, en los que la renta no se cobra al contratar el producto, sino que se empieza a cobrar en un momento posterior del tiempo, por lo que existe un periodo de acumulación de capital hasta el momento del cobro diferido de la renta. De igual forma pueden contratarse a prima única o a prima periódica.

Desde el punto de vista de las garantías que cubren los seguros, los seguros de rentas pueden constituirse con capital de fallecimiento o sin él, es decir, si se contratan con capital de fallecimiento en el momento del óbito del asegurado, sus beneficiarios percibirán un capital, mientras que en caso de no existir esa garantía al fallecimiento del asegurado, sus beneficiarios no percibirán ningún capital.

Otra alternativa que ofrecen los seguros de rentas es la contratación del seguro con dos asegurados, de tal forma que al fallecimiento de uno de ellos, el otro continúa percibiendo la renta (en su totalidad o de forma parcial) hasta su fallecimiento.

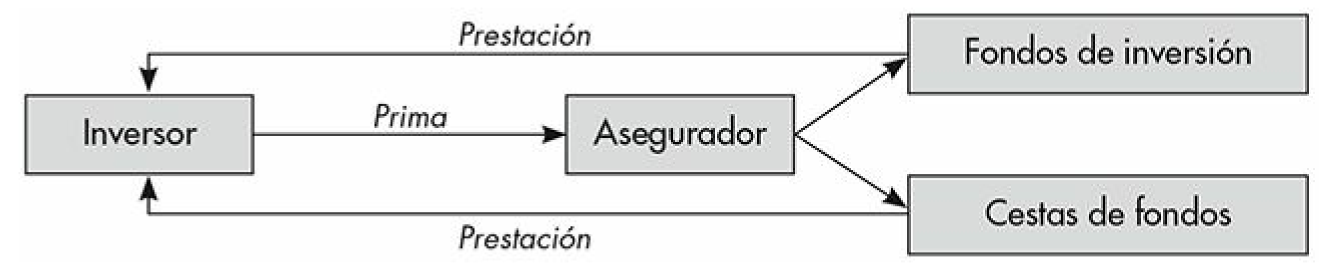
Un ejemplo de aplicación de este producto es cuando alguien se jubila y convierte el capital acumulado a la fecha de jubilación en una renta que le permite complementar la pensión pública de jubilación.

¿Qué son los *unit-linked?*

Los *unit-linked* son seguros de vida-ahorro que se encuadran en una categoría mayor. Son los seguros en los que el tomador del mismo asume el riesgo de la inversión. Se caracterizan porque, a diferencia del resto de seguros de ahorro, en los que la rentabilidad del inversor está garantizada por la entidad aseguradora, en este caso son los inversores quienes asumen el riesgo de que se produzcan pérdidas en los activos en los que han invertido, por lo que pueden perder parcial o totalmente el importe invertido a través de las primas.

Los *unit-linked* en concreto son productos que dan la oportunidad de invertir en diferentes fondos de inversión o en cestas de fondos de inversión con diferentes perfiles de riesgo.

Esquema 2. Estructura de un unit-linked



Fuente: elaboración propia.

¿Qué riesgos se asumen al contratar un seguro de vida-ahorro?
Dado que la rentabilidad de los seguros de vida-ahorro tradicionales está garantizada por la entidad aseguradora, el principal riesgo en el que se incurre al invertir en estos productos es el de insolvencia de la entidad aseguradora. En este sentido es relevante, antes de contratar un seguro, comprobar que la entidad aseguradora cuenta con la autorización y el permiso para operar en España.

Aunque si contratamos un seguro de ahorro de la modalidad *unit-linked* debemos saber que el riesgo de mercado es asumido por el inversor y no por la compañía de seguros. No hay ninguna garantía ni de rentabilidad ni sobre la inversión inicial, por lo que si se producen fluctuaciones en el valor de los activos financieros en los que ha invertido la prima, el inversor puede perder parte o toda la prima invertida.

¿Son líquidos los seguros de vida-ahorro?

Los seguros de vida-ahorro mixtos, que incorporan coberturas tanto en caso de supervivencia como en caso de fallecimiento, o aquellos seguros con garantía en caso de fallecimiento, son productos líquidos. El inversor puede rescatar el capital acumulado en cualquier momento. Aunque es una práctica habitual de las entidades aseguradoras, en especial durante los primeros años de vida del seguro, aplicar penalizaciones en caso de rescate anticipado.

En cambio, los seguros de ahorro que solo cubren la supervivencia no son líquidos, puesto que no disponen de la opción de rescate por parte del tomador del seguro.

¿Cuáles son las instituciones que protegen y tutelan los planes de pensiones y los seguros de vida-ahorro?

Aunque la comercialización de planes de pensiones y seguros no está sometida a los requisitos fijados por la directiva europea que regula la prestación de servicios de inversión[76], más conocida por sus siglas en inglés MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), la supervisión de las entidades aseguradoras y de los fondos de pensiones corresponde a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP), entidad dependiente del Ministerio de Economía y Hacienda. Llegados a este punto, debemos recordar que el capital aportado en los planes de pensiones no está garantizado por ningún organismo público, tal y como sucede con los depósitos bancarios hasta 100.000 euros (fondo de garantía de depósitos).

Además, las entidades aseguradoras están obligadas a contar con un Servicio o Departamento de Atención al Cliente o Defensor del Cliente al que todos los clientes pueden enviar sus reclamaciones o quejas. En el caso de las gestoras de planes de pensiones esta figura se denomina el «Defensor del Partícipe».

Finalmente, si el servicio o defensor de la entidad correspondiente no resuelven de modo favorable para el cliente, este puede presentar reclamación administrativa ante la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, que la trasladaría al Comisionado para la Defensa de los asegurados y partícipes[77].

¿Cuál es la fiscalidad de los planes de pensiones y de los PPA?

En la fiscalidad de los planes de pensiones y de los PPA podemos distinguir dos períodos o fases diferenciadas:

• *Aportaciones*. Uno de los principales atractivos fiscales de los planes de pensiones es su capacidad de diferimiento de la tributación. Las aportaciones realizadas a un plan de pensiones reducen la base imponible del IRPF con un límite máximo anual[78] fijado en función de la edad del partícipe:

– Hasta 50 años, la reducción máxima será el mínimo entre 10.000 euros y el 30% de los rendimientos netos del trabajo y actividades económicas.

– Para mayores de 50 años, la reducción máxima será el mínimo entre 12.500 euros y el 50% de los rendimientos netos del trabajo y actividades económicas.

• *Prestaciones*. Independientemente de cuál sea la contingencia que dé lugar a la prestación, quién sea el perceptor o la modalidad de cobro elegida, todas las prestaciones que otorga un plan de pensiones tienen la consideración de rendimientos del trabajo y, por tanto, tributan en el IRPF del beneficiario que cobra la prestación sin ningún tipo de reducción (en ningún caso están sujetas al Impuesto de Sucesiones y Donaciones).

No obstante, según el régimen transitorio aplicable a los planes de pensiones, los derechos correspondientes a las aportaciones realizadas con anterioridad al 31 de diciembre de 2006 tienen una reducción del 40% en caso de percepción de la prestación en forma de capital, siempre que hayan transcurrido más de 2 años desde la primera aportación o se trate de una prestación por incapacidad.

Además, hay que tener en cuenta que a diferencia de otros instrumentos de ahorro, los derechos consolidados en un plan de pensiones están exentos de tributación en el Impuesto de Patrimonio.

¿Cuál es la fiscalidad de los seguros de vida-ahorro en general?
Con carácter general, los rendimientos generados a través de seguros de vida-ahorro a efectos de su tributación en el IRPF tienen la consideración de Rendimientos del Capital Mobiliario (RCM) y, por tanto, se integran en la base imponible del ahorro, gravados según el escalado siguiente:

Tabla 3. Fiscalidad de los seguros de vida-ahorro

	Tramo estatal	**Tramo complementario**	**Tramo autonómico**	
Parte de la base liquidable	**Tipo aplicable**	**Tipo aplicable**	**Tipo aplicable**	
Euros	**Porcentaje**	**Porcentaje**	**Porcentaje**	**Total**
Hasta 6.000 euros	9,5	2,0	9,5	21,00
Entre 6.000 euros - 24.000 euros	10,5	4,0	10,5	25,00
Desde 24.000 euros en adelante	10,5	6,0	10,5	27,00

Fuente: elaboración propia.

Con carácter general las prestaciones por fallecimiento de seguros de vida tributan en el Impuesto de Sucesiones y Donaciones del beneficiario. En este caso, además de las reducciones generales por parentesco, las prestaciones de seguros de vida disfrutan de una reducción del 100% sobre la prestación recibida, hasta un límite de 9.195,49 euros, aplicable al beneficiario de seguros vida cuando sea cónyuge, ascendiente, descendiente, adoptante o adoptado.

La reducción es única por sujeto pasivo, cualquiera que fuese el número de contratos de seguros de vida de los que sea beneficiario. Si hay varios beneficiarios, todos ellos se pueden aplicar la reducción en su base imponible, hasta el límite establecido.

Por último, los importes acumulados en seguros de vida ahorro tributan en el Impuesto de Patrimonio.

¿Cuál es la fiscalidad de los seguros de rentas vitalicias y temporales?

Las rentas derivadas de los seguros de rentas vitalicias y temporales tributan en el IRPF como Rendimiento del Capital Mobiliario, pero disfrutan de una reducción en la base imponible del impuesto. Esta reducción varía en función del tipo de renta, como se detalla a continuación:

- *Rentas vitalicias.* La reducción se fija en función de la edad del asegurado en el momento del cobro de la prestación (no en el momento de contratación de la misma) como se detalla en la siguiente tabla:

Tabla 4. Reducción de las rentas vitalicias

Edad	% Reducción
Menos de 40 años	60%
Entre 40 y 49 años	65%
Entre 50 y 59 años	72%
Entre 60 y 65 años	76%
Entre 66 y 69 años	80%
Más de 70 años	92%

Fuente: elaboración propia.

Ejemplo: un asegurado contrata una renta vitalicia inmediata con 68 años, y comienza a recibir 100 euros mensuales. Tributación mensual:

– Renta Mensual: 100 euros
– RCM: 21 euros
– Reducción 80%: 16,8 euros
– Tributación efectiva: 4,2 euros

- *Rentas temporales.* En este caso el porcentaje reductor dependerá de la duración de la renta:

Tabla 5. Reducción de las rentas temporales

Duración	% Reducción
Inferior o igual a 5 años	88%
Entre 6 y 10 años	84%

Entre 11 y 15 años	80%
Superior a 15 años	75%

Fuente: elaboración propia.

Ejemplo: un asegurado contrata una renta temporal inmediata con 60 años, con una duración de 20 años, y comienza a recibir 100 euros mensuales, hasta los 80 años. Tributación mensual:

– Renta Mensual: 100 euros
– Tributación RCM: 21 euros
– Reducción 75%: 15,75 euros
– Tributación efectiva: 5,25 euros

Aunque debemos destacar que en caso de los seguros de rentas, tanto vitalicias como temporales, si se ejerce el derecho de rescate anticipado se perderán los beneficios fiscales disfrutados hasta el momento y habrá que tributar en el ejercicio en el que se realice el rescate por todo aquello por lo que no se haya tributado.

18

LOS RIESGOS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

Aunque como se ha puesto de manifiesto a lo largo de las páginas anteriores, los activos financieros y los vehículos de inversión presentan características diferenciales, todos ellos comparten un elemento común: el riesgo. La intención de este capítulo es explicar en qué consiste, cómo se mide y cómo se puede reducir el riesgo que se asume al invertir.

¿Qué riesgos se asumen al invertir en un activo financiero?

Cuando se invierte en un activo financiero o en un vehículo se asumen, al menos, los siguientes riesgos:

- *Liquidez:* la posibilidad de que no se pueda deshacer la posición (vender) dado que no se encuentra un comprador.
- *Crédito:* pérdida de una parte del capital invertido como consecuencia de la quiebra del emisor del activo financiero.
- *Mercado:* pérdida derivada de la diferencia entre el precio de compra y el de venta.

¿Qué es el riesgo a efectos de las finanzas personales?

A efectos de las finanzas personales, definimos el riesgo como la incertidumbre respecto al resultado futuro de las inversiones; más en concreto, a la posibilidad de experimentar pérdidas. Así, cuando decimos que una inversión tiene riesgo, nos referimos a que puede que con ella no se consiga la rentabilidad que se espera. Si señalamos que una inversión no tiene riesgo queremos decir que sabemos la rentabilidad que, como mínimo, se va a obtener.

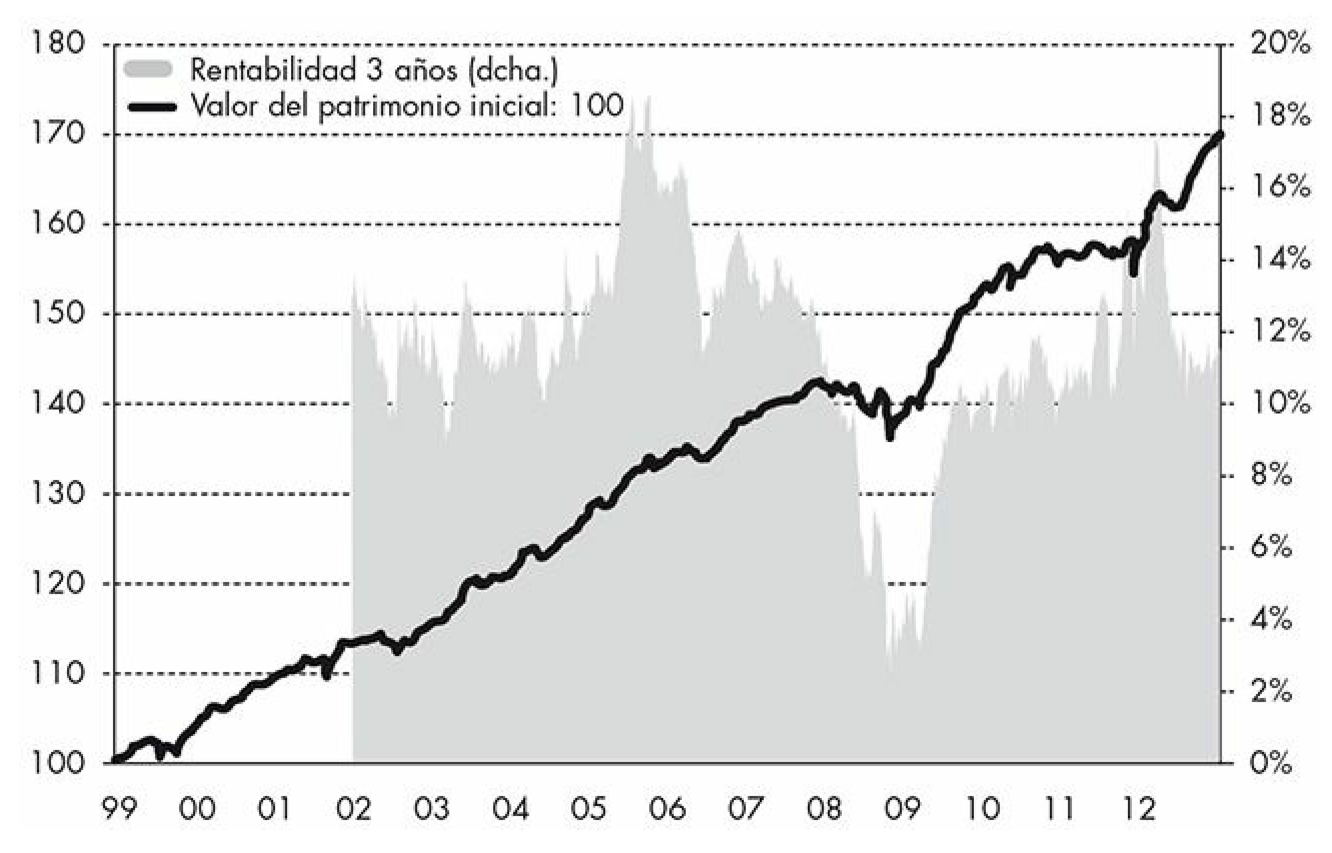
Como es obvio, ni todos los activos financieros tienen el mismo riesgo ni un activo financiero soporta el mismo riesgo en todos los momentos del tiempo. Es sabido que la renta variable es más arriesgada que la renta fija, que las divisas presentan volatilidad —pero unos cruces entre ellas más que otros— o que invertir en materias primas implica poder obtener ganancias y pérdidas anuales de hasta el 25%. Y es fácil de comprender que en momentos de incertidumbre económica y recesión, los activos financieros arriesgados sufren, en general, variaciones más intensas que en momentos de expansión del PIB.

¿Qué tipo de perfiles de riesgo existen?

Si los activos financieros tienen un riesgo asociado, los inversores también se caracterizan por una distinta sensibilidad o disposición a asumir riesgos. Existe una anécdota atribuida a J. P. Morgan, fundador del banco con el mismo nombre, que cuenta que un amigo se le acercó diciéndole que no podía dormir por la noche a causa de una inversión que había realizado. Morgan le aconsejó que fuera liquidándola poco a poco hasta que pudiera dormir toda la noche de un tirón. En finanzas personales, a este efecto se le llama «umbral de insomnio», del que se desprende la siguiente enseñanza: el inversor debe asumir en sus inversiones aquellos riesgos que no logren traspasar su umbral de insomnio. Esta anécdota se ha convertido en una guía para determinar intuitivamente nuestra capacidad para asumir riesgos. Por esta razón, antes de proceder a realizar una inversión debemos conocer nuestro umbral de insomnio, o, lo que es lo mismo, qué cantidad de riesgo podemos tolerar.

Con un punto más de «sofisticación», y con el objetivo de simplificar el proceso de decisión, tradicionalmente se identifican cinco tipos de perfiles de riesgo genéricos[79]:

Gráfico 1. Evolución de perfil moderado



Fuente: elaboración propia.

- *Muy conservador:* su prioridad es no perder dinero. Evitar cualquier riesgo de pérdida del capital invertido es mucho más importante que lograr rentabilidad.
- *Conservador:* trata de evitar perder capital en términos reales; es decir, su objetivo de rentabilidad es la inflación. En contextos de escaso crecimiento de los precios al consumo, este perfil es similar al «muy conservador», pero en momentos de alzas del IPC se pueden alejar, incluso, significativamente y

parecerse más a un «moderado».

• *Moderado:* está dispuesto a aceptar algo de riesgo si con ello puede conseguir una mayor rentabilidad. En términos prácticos, puede soportar pérdidas, pero no superiores al 3-5%, y en horizontes temporales inferiores a los 12 meses.

• *Agresivo:* más centrado en la búsqueda de rentabilidad que los perfiles anteriores, está dispuesto a poder sufrir pérdidas relativamente importantes y en un periodo de hasta 2-3 años.

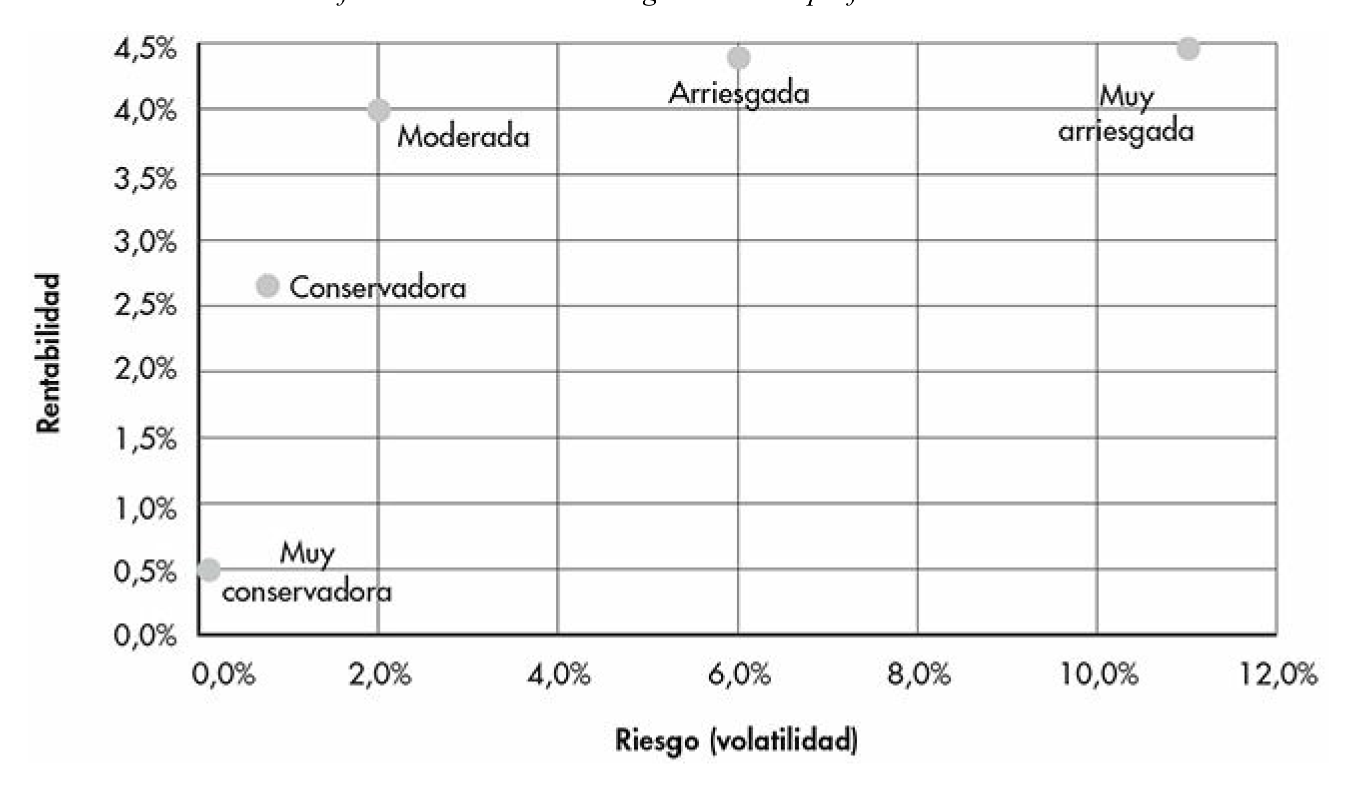
• *Muy agresivo:*su objetivo es obtener la mayor rentabilidad posible. Para ello su posición en activos arriesgados puede llegar a ser de hasta del 100%, lo que implica que puede sufrir importantes pérdidas durante periodos prolongados de tiempo. En sentido contrario, las ganancias que puede conseguir son también muy elevadas.

A modo de ejemplo, en el gráfico 1 se representa la evolución del valor de mercado de una cartera correspondiente a un perfil moderado. Se supone que en el inicio, enero de 1999, se invierten 100 unidades monetarias (um), que 13 años después se convierten en algo más de 170. Se puede comprobar que la evolución es más o menos «una línea recta», aunque con periodos con ligeras pérdidas. Así, también se representa la rentabilidad que se habría obtenido en periodos de inversión de 3 años. Se observa que, por ejemplo, en este perfil[80] no se suele perder dinero en este tipo de horizontes de inversión. La mínima rentabilidad acumulada (2%) la habría obtenido un inversor que hubiera invertido entre octubre de 2005 y octubre de 2008.

¿Qué es el binomio rentabilidad/riesgo?

Uno de los principios clásicos de las finanzas es la relación existente entre la rentabilidad y el riesgo. Esta relación es positiva; es decir, a una mayor rentabilidad le corresponde asumir un mayor riesgo. La relación entre sendas variables es el denominado binomio rentabilidad/riesgo (RR), un concepto muy relevante en perfiles de riesgo medio o superior. Así, un perfil muy conservador o conservador normalmente busca riesgo cero, pero a partir de un perfil moderado, está dispuesto a asumir algo más de riesgo, pero solo si a cambio consigue más rentabilidad. Es decir, busca mejorar el binomio rentabilidad/riesgo de tal forma que cada punto de mayor riesgo que asume implique conseguir proporcionalmente una mayor rentabilidad. De hecho, hay quien prefiere «maximizar el binomio rentabilidad/riesgo» antes que "maximizar la rentabilidad".

Gráfico 2. Rentabilidad/riesgo de cuatro perfiles de inversión



Fuente: elaboración propia.

Según las carteras simuladas del gráfico 2, encontramos que es la cartera «conservadora» la que maximiza el binomio rentabilidad/riesgo (RR). Carteras como «moderada», «arriesgada» o «muy arriesgada» obtienen más rentabilidad, pero asumiendo proporcionalmente más riesgo. De hecho, según este ratio RR, la cartera «muy arriesgada» es la peor, por más que sea la que ofrece la mayor rentabilidad.

¿Qué son los factores de riesgo no sistemático y sistemático?

Como decíamos, riesgo, en su concepción más amplia, es la incertidumbre sobre la rentabilidad que se obtendrá en una inversión en un activo financiero. Las variables que pueden afectar a esta rentabilidad se pueden clasificar en dos: internas y externas. Los elementos internos son aquellos que afectan de forma específica a las empresas, a los emisores de bonos, etc., como pueden ser variaciones en los procesos de producción, nuevos competidores, etc. En la literatura financiera, a dichos elementos internos se les denomina factores de riesgo no sistemático.

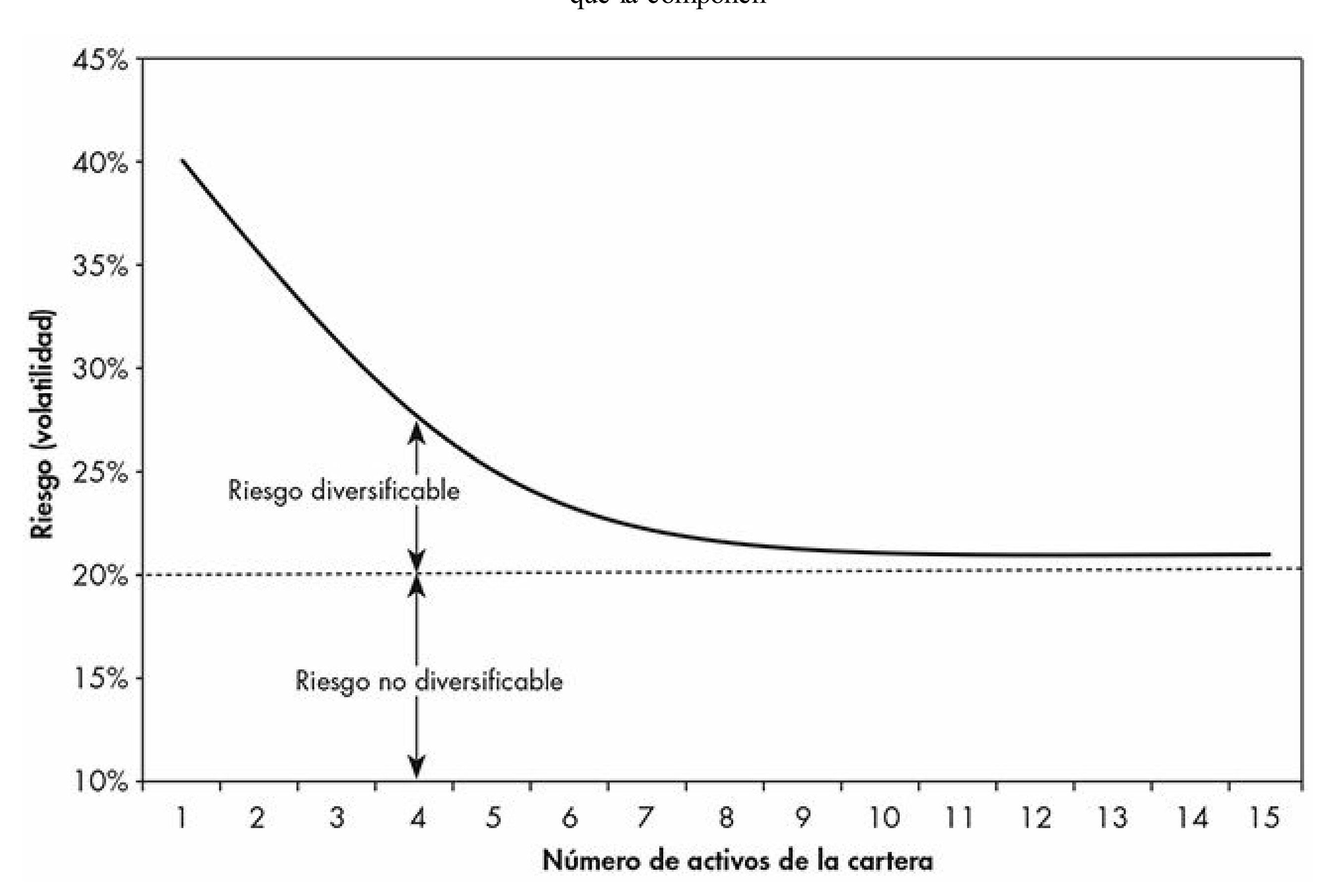
Por otro lado, aquellas variables externas que afectan a todos los valores del mercado se denominan factores de riesgo sistemático, como pueden ser decisiones de los bancos centrales, aumentos de la prima de riesgo, recesiones económicas, etc.

La importancia de dicha clasificación radica en que, según la teoría financiera, mientras que los riesgos sistemáticos no pueden ser eliminados, los no sistemáticos o específicos pueden reducirse considerablemente, e incluso eliminarse, mediante la diversificación de los activos que compongan la cartera. En consecuencia, y tal y como se puede observar en el gráfico 3, a medida que aumenta el número de títulos de una cartera disminuye el riesgo de esta.

¿Qué es la diversificación?

Una cartera de activos financieros es una combinación, en determinadas proporciones, de activos financieros. La rentabilidad de la cartera está directamente relacionada con la rentabilidad de los títulos que la componen; es decir, no es más que la media ponderada de las rentabilidades individuales. Pero no sucede lo mismo con el riesgo de la cartera, ya que no tiene por qué ser la media ponderada de los riesgos de los valores. Entran aquí en juego las correlaciones entre los valores que la componen, que pueden hacerla más o, como es habitual, menos arriesgada. Se habla de diversificación cuando se pretende reducir el riesgo soportado por una cartera mediante la combinación adecuada de diferentes activos.

Gráfico 3. Riesgo de una cartera en función del número de activos que la componen



Fuente: elaboración propia.

¿Qué es una cartera eficiente?

Se denomina cartera eficiente aquella que, para una determinada rentabilidad, minimiza el riesgo o, desde otra vertiente, maximiza la rentabilidad para un nivel de riesgo dado.

¿Qué es y cómo se mide el riesgo de mercado?

Uno de los principales riesgos que presentan los activos financieros es el riesgo de variación de su precio (tipo de interés, tipo de cambio, precio de la acción, etc.) por su negociación en el mercado, haciendo disminuir de valor nuestro activo. Este es el llamado riesgo de mercado.

Normalmente, como medida de riesgo se utiliza la desviación típica de los vencimientos del activo, en tanto que está expresada en las mismas unidades que la variable sobre la que se mide la rentabilidad (en %).

EPÍLOGO

Llegamos al final… ¿o tal vez al principio? A lo largo de 250 páginas hemos expuesto los pilares básicos para una gestión inteligente de las finanzas personales. Ahora comienza una nueva etapa en la que usted debe poner en práctica los conocimientos adquiridos, tanto en lo que se refiere al proceso de planificación financiera, como a los productos en los que se puede invertir para conseguir las metas en él establecidas.

El aprendizaje avanza a medida que se va adquiriendo experiencia en la compra y venta de acciones, de instrumentos de renta fija, de derivados, de fondos de inversión, de ETF, de SICAV, de seguros, de planes de pensiones, etc. A invertir se aprende invirtiendo. Y esta guía pretende ser el punto de arranque. La intención no es, en ningún caso, «enseñar a ganar dinero». Este no es un manual de estrategia, sino una guía de producto. El objetivo que nos marcamos al empezar a escribirla era explicar los productos (sus principales características, cómo comprarlos y venderlos, etc.) con los que se puede obtener un rendimiento del ahorro financiero.

Como hemos advertido a lo largo de la guía, su extensión no permite profundizar en los ámbitos más técnicos de cada alternativa de inversión (sobre todo de los instrumentos derivados), pero sí debe ser suficiente para que usted se atreva, por ejemplo, a comprar un fondo de inversión. O para que la próxima vez que vea una noticia o una campaña comercial relativa a un ETF le resulte, al menos, un producto conocido y se anime a dar el paso para profundizar. O para que tenga criterio a la hora de considerar si una SICAV o un plan de pensiones son o no un producto interesante en el que destinar una parte de sus ahorros. O para que sepa las ventajas e inconvenientes de introducir una orden para comprar o vender acciones «a mercado» o «limitada». Son muchos, confiamos, los ejemplos de conceptos que ha aprendido si ha llegado aquí tras leer este libro. Estamos convencidos de que este aprendizaje le ayudará a gestionar sus finanzas personales de forma inteligente, descartando los productos que no se adecuan a su perfil de inversión, pero también, y esto no es menos importante, aceptando aquellos que sí encajan.

Porque otra de las intenciones de esta guía es resaltar lo que podríamos denominar los aspectos positivos de las finanzas. Es cierto que una de las principales lecciones de la crisis financiera es que se deben evitar los productos o vehículos de inversión que no se adapten al perfil de cada uno. Pero corremos el riesgo de que, en una suerte de «ley del péndulo», se rechacen productos de inversión adecuados solo porque no se entienden o no se sabe nada de ellos. Estas carencias de conocimiento pueden restringir en exceso las alternativas de inversión e impedir obtener rentabilidad a medio y largo plazo. Claro que seguirán existiendo productos sofisticados que deben estar restringidos a profesionales, pero hay una lista muy extensa de productos, la mayoría expuesta en este manual, cuya utilización va a ayudar al inversor a obtener una rentabilidad de forma diversificada y reduciendo los riesgos.

Por otro lado, no pretendemos que esta guía sirva para la autogestión de las finanzas personales. En algunos casos sí puede ser así, si el lector profundiza en el

estudio y va adquiriendo la experiencia necesaria. Pero nos conformamos con que entienda y pueda tener opinión (favorable o contraria) de lo recomendado por su asesor financiero, por un amigo o de lo que ha podido ver en los medios de comunicación y redes sociales.

Por último, tan relevante es la correcta selección del producto o vehículo en el que invertir como tener en cuenta su fiscalidad. La rentabilidad final que se obtenga puede ser muy diferente en función de la tributación de los rendimientos. Conocer la normativa fiscal resulta clave para un planificación inteligente de las finanzas personales. En este libro ha podido encontrar un capítulo que explica la «filosofía» de los impuestos, que se complementa con la de cada uno de los productos o vehículos analizados posteriormente. Es obvio que el tratamiento fiscal cambiará a lo largo del tiempo, por lo que para una correcta gestión de las finanzas personales, le recomendamos que revise y actualice la tributación vigente.

DAVID CANO MARTÍNEZ
Director General de Afi,
Inversiones Financieras Globales, EAFI

Notas

[1] http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia_mifid.pdf.

[2] Ver sobre empresas de servicio de inversión, el capítulo 3.

[3] www.bde.es.

[4] www.cnmv.es.

[5] Ver capítulo anterior.

[6] http://www.fogain.es.

[7] Para las situaciones previas al 11 de octubre de 2008, la cobertura máxima es de 20.000 euros.

[8] Fórmula utilizada para obtener los resultados de la tabla 1.



[9] Fórmula en Anexo al final del capítulo.

[10] Fórmula en Anexo al final del capítulo.

[11] No está de más recordar que tanto el tipo de interés como el plazo deben expresarse en la misma base, habitualmente, en términos anuales.

[12] Con independencia del lugar donde se encuentren situados los bienes o puedan ejercitarse los derechos.

[13] Cuando los bienes y derechos estén situados, puedan ejercitarse o hayan de cumplirse en territorio español.

[14] Ley 19/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre el Patrimonio.

[15] También para las personas físicas de nacionalidad española, así como su cónyuge no separado legalmente y los hijos menores de edad, que tuviesen su residencia habitual en el extranjero por su condición de diplomáticos, empleo oficial, etc.

[16] Ver el capítulo 4.

[17] Ver el capítulo 11.

[18] En otras épocas también efectuaba aportaciones el Banco de España, que dejó de hacerlo en 1997.

[19] En definitiva, para calcular ese factor corrector se divide la unidad entre el número de pagos al año.

[20] En el caso de bono con cupones se dice que tienen «rendimiento explícito».

[21] 50 pb en terminología propia de los mercados financieros. Ver p. 55.

[22] De esta forma se evita la caída de la cotización el día que el bono paga cupón.

[23] Desde enero de 2013 se han dejado de emitir letras a 18 meses.

[24] Esta página web ha sido la principal fuente de referencia para este capítulo. Recomendamos acudir a ella para obtener la información actualizada.

[25] El Tesoro publica su objetivo de colocación con anterioridad a la subasta. No representa la cantidad exacta de adjudicación, pero es útil para que los inversores lo tengan en cuenta y ajusten sus peticiones.

[26] En el ejemplo anterior, con fines pedagógicos, se han expresado las pujas en tipo de interés cuando se deben expresar en precio. Obviamente, el Tesoro adjudicará en primer lugar a los que pujen un precio de adquisición más alto.

[27] Lógicamente, para la otra parte de la operación será una venta con un pacto de recompra en el futuro.

[28] Ver capítulo 12 sobre Instituciones de Inversión Colectiva.

[29] La remuneración no siempre tiene carácter de acumulable: si no se percibe en un periodo, el inversor pierde el derecho a recibirla.

[30] A diferencia de lo que ocurre con otras operaciones financieras «económicamente» similares, como sería el caso de una venta de acciones, no se produce —en términos fiscales— una ganancia o pérdida patrimonial, sino un rendimiento del capital mobiliario.

[31] Queda sujeta al tipo de retención del 21% la parte del precio que equivalga al cupón corrido en las transmisiones de activos financieros efectuadas dentro del plazo de los 30 días inmediatamente anteriores al vencimiento del cupón (aunque se cumpla el requisito de negociación en los mercados oficiales y el requisito de anotación en cuenta indicados anteriormente) cuando se produzcan las siguientes circunstancias: el adquirente del cupón corrido sea una persona o entidad no residente en territorio español, o sea sujeto pasivo del IS y los rendimientos explícitos derivados de los valores transmitidos estén exceptuados de la obligación de retener en relación con el adquirente. También quedan sujetos a retención los rendimientos obtenidos a través de contratos de cuenta basados en dichos valores.

[32] Bolsas de Valores, MDPA, AIAF, MEFF, etc. (artículo 31 de la Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores).

[33] Esta retención se incluye en la declaración del IRPF restándola de la cuota líquida para calcular la cuota diferencial a ingresar o devolver.

[34] No obstante, las entidades de crédito y demás instituciones financieras que formalicen con sus clientes contratos de cuentas basadas en operaciones sobre Letras del Tesoro están obligadas a retener respecto de los rendimientos obtenidos por los titulares de las cuentas citadas.

[35] Según la legislación española actual, el capital mínimo con el que debe contar una sociedad anónima es de 60.000 euros.

[36] Al último precio negociado. En la práctica, esto no sería así, ya que al lanzar una OPA, como luego se verá, seguramente habría que ofrecer un precio mayor.

[37] Evidentemente, en caso de existir un compromiso de dividendo mínimo o fijo, solo se podrá pagar si la compañía tiene beneficios.

[38] Las Agencias y las Sociedades de Valores son, junto con las Sociedades Gestoras de Carteras y las Empresas de Asesoramiento Financiero, las denominadas Empresas de Servicios de Inversión (ESI). Ver capítulo 1.

[39] Sin entrar a considerar la posibilidad de promociones, descuentos, regalos, etc.

[40] Informes, recomendaciones, asesoramiento, seminarios, cursos, alarmas, calculadoras, etc.

[41] Existen plataformas que sí dan cotizaciones en tiempo real, pero pueden cobrar por ello.

[42] En terminología más técnica, ese porcentaje del beneficio que se distribuye entre los accionistas se denomina *pay out*.

[43] Ver el capítulo 14.

[44] Ver el capítulo 7 sobre renta fija.

[45] Empresas fundamentalmente.

[46] Ver el capítulo 11.

[47] Ver capítulo 14.

[48] Para más información sobre los índices CRB, ver http://www.crbtrader.com/crbindex/crbdata.asp.

[49] Ver capítulo 6.

[50] Tratando de aprovechar la elevada volatilidad que hemos comentado anteriormente.

[51] Se dice que los *forward* son contratos OTC (Over The Counter) frente a aquellos que se negocian en un mercado organizado, cuyo agente diferencial es la «cámara de compensación».

[52] Es importante remarcar que, en un mercado organizado, es la cámara de compensación quien "encuentra" una contrapartida, que, evidentemente, no tiene por qué ser la misma que la inicial. Esta es la gran ventaja del futuro respecto al *forward:* la mayor liquidez, esto es, la posibilidad de deshacer la posición antes de que llegue el vencimiento.

[53] Ver www.meff.es.

[54] Recordar que, en los futuros, el comprador no pagaba una prima.

[55] Como se expone posteriormente, hay IIC, como los FIL, que exigen volúmenes de inversión mínimos de 50.000 euros, mientras que algunos fondos de inversión pueden requerir de ciertos mínimos para acceder a la clase con menores comisiones de gestión (en este caso, los mínimos pueden ser de hasta 1 millón de euros).

[56] Esto sucede en España, pero en general ocurre en todos los países, donde existe una amplia oferta de fondos en los que invertir.

[57] Efectivamente, un menor de edad puede ser titular de un fondo de inversión, si bien la contratación deben efectuarla sus padres.

[58] Es la depositaria la encargada de gestionar los cobros y pagos.

[59] En el caso de una compra, el fondo de inversión emitirá nuevas participaciones. Para comprar participaciones de un fondo no es necesario encontrar un vendedor.

[60] No tenemos en cuenta posibles retenciones a cuenta por las plusvalías que se han generado.

[61] No tenemos en cuenta la comisión de éxito, es decir, la que soporta el fondo en caso de que se alcance una determinada rentabilidad, dado que no todos los fondos, a diferencia de las de gestión y depósito, la tienen contemplada.

[62] Ver Anexo. Categorías Afi de Fondos de Inversión.

[63] Son excluyentes, es decir, un mismo fondo no puede pertenecer a dos categorías diferentes, por lo que, en caso de duda, realizamos un proceso de análisis del comportamiento histórico.

[64] Ver «Manual Lyxor ETF», www.lyxoretf.es.

[65] Además, a diferencia de los fondos de inversión, no hay obligación de entregar un folleto simplificado antes de la compra.

[66] Ver el capítulo 8 sobre renta variable.

[67] Si bien es cierto que algunos fondos de inversión también lo hacen, estos son más bien una excepción.

[68] Recordemos que una SICAV es una sociedad anónima cuyo capital está representado en acciones. Ver, sobre renta variable, el capítulo 8.

[69] Ver, sobre renta variable, el capítulo 8.

[70] Aunque la legislación contempla la posibilidad de que existan SICAV autogestionadas, esto es, sin sociedad gestora, se demandan unos requisitos tan exigentes para sus órganos de control y administración, que apenas existen casos en España.

[71] No es necesario contratar el seguro con la misma entidad bancaria que la hipoteca.

[72] En el momento de redactar este texto se está barajando la posibilidad de que sea un 0,50%.

[73] En el momento de la redacción, se están revisando las comisiones máximas.

[74] Con la excepción de los seguros, en los que el riesgo de la inversión lo asume el tomador del mismo.

[75] El 21% hasta 6.000 euros, entre 6.000 euros y 24.000 euros el 25%, y el 27% a partir de 24.000 euros.

[76] Directiva 2004/39 de 21 de abril de 2004, Directiva 2006/73 de 10 de agosto de 2006 y Reglamento 1287/2006 de 10 de agosto de 2006.

[77] Más información en: http://www.dgsfp.meh.es/reclamaciones/index.asp.

[78] Este límite es conjunto para todas las aportaciones realizadas a sistemas de previsión social: planes de pensiones (individuales y de empleo), mutualidades de previsión social, planes de previsión asegurados (PPA), planes de previsión social empresarial (PPSE) y seguros de dependencia.

[79] Esto es solo una referencia. Existen clasificaciones que únicamente tienen en cuenta 3 o 4 perfiles, y otras que los amplían hasta 7.

[80] Cuyo peso en renta variable suele ser del 10-15%.

El ahorrador inteligente
Emilio Ontiveros y David Cano (Dirs.)

Diseño de cubierta: más!gráfica

Av. Diagonal, 662-664, 08034 Barcelona (España)
www.planetadelibros.com
www.espasa.es
Espasa, en su deseo de mejorar sus publicaciones, agradecerá cualquier sugerencia que los lectores hagan al departamento editorial por correo electrónico: sugerencias@espasa.es
Primera edición en libro electrónico (epub): enero de 2014
Segunda edición en libro electrónico (epub): febrero de 2014
ISBN: 978-84-670-4087-6 (epub)
Conversión a libro electrónico: Safekat, S. L.
www.safekat.com